

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΠΜΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΤΗΣ ΠΑΝΟΥ ΜΑΡΙΑΝΝΑΣ:

**«Το νέο καθεστώς προστασίας των επενδυτών
μετά την υιοθέτηση της οδηγίας 2004/39/ΕΚ»**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΙΟΥΝΙΟΣ 2009

ΠΟΡΟΣ

***Το νέο καθεστώς προστασίας των επενδυτών μετά την
υιοθέτηση της οδηγίας 2004/39/ΕΚ***

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Επιπλέον ευκαιρίες, πληρέστερη ενημέρωση και υψηλότερη διαφάνεια φέρνει στους επενδυτές η οδηγία 2004/39/EK. Η νέα Οδηγία αποτελεί θεμέλιο λίθο του σχεδίου δράσης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της Ε.Ε. και βασίζεται στην Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (Investment Services Directive 1993). Η MiFID καθορίζει οργανωτικά πρότυπα των επενδυτικών εταιριών αλλά και των αγορών και των πλατφόρμων διαπραγμάτευσης, τις ελάχιστες απαιτήσεις επικοινωνίας με τους πελάτες, τις ελάχιστες απαιτήσεις ως προς τις παρεχόμενες υπηρεσίες προς τους πελάτες, το ρυθμιστικό πλαίσιο βάσει του οποίου παρέχεται το «διαβατήριο» στις επιχειρήσεις επενδύσεων.

Ο αντίκτυπος της MiFID στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες είναι οπωσδήποτε ισχυρότατος σε όλο τον ευρωπαϊκό χάρτη, ενώ είναι προφανές ότι προκάλεσε ριζική αναδιάρθρωση στα επιχειρησιακά μοντέλα. Τι σημαίνει όμως η νέα αυτή οδηγία για τον επενδυτή; Ποιοι οι νέοι κανόνες προστασίας του; Ποιες είναι πρακτικά οι νέες ευκαιρίες που του παρουσιάζονται και πως θα μπορεί να ελέγχει την επιχείρηση με την οποία συνεργάζεται; Αλλά και ποια νομοθετικά κενά έχουν εντοπιστεί κατά την διετή πλέον εφαρμογή της νέας οδηγίας; Στα παραπάνω ερωτήματα επιχειρούμε να δώσουμε απάντηση.

Σκοπός, λοιπόν, της διπλωματικής εργασίας που κρατάτε στα χέρια σας είναι η παρουσίαση του νέου πλαισίου προστασίας των επενδυτών μετά την υιοθέτηση της οδηγίας 2004/39/EK και ο εντοπισμός τυχόν προβληματικών σημείων του νέου νόμου. Συγκεκριμένα, προσεγγίζονται ερμηνευτικά οι επί μέρους αρχές επαγγελματικής δεοντολογίας που θεσπίζονται με τα άρθρα 19 έως 24 της παραπάνω οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (Τμήμα II, Διατάξεις για την προστασία των επενδυτών) σε συσχέτισμό με τους ειδικότερους κανόνες δεοντολογίας που εισάγονται από την εκτελεστική της οδηγία 2006/73/EK.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ:

Εισαγωγή.....	1
---------------	---

Κεφάλαιο 1^ο: Κατηγοριοποίηση Επενδυτών

1.1 Ορισμοί.....	14
1.2 Κατηγορίες επενδυτών.....	18
1.3 Υπάρχουν διακριτικά όρια ανάμεσα στις τρεις κατηγορίες επενδυτών;.....	28

Κεφάλαιο 2^ο : Πληροφόρηση πελατών

2.1 Γενικά για την πληροφόρηση.....	32
2.2 Υποχρέωση παροχής κατάλληλης πληροφόρησης.....	33
2.2.1 Πληροφόρηση σχετικά με τη σύγκριση επενδυτικών υπηρεσιών ή χρηματοπιστωτικών μέσων, παρουσίαση ενδείξεων προηγούμενων επιδόσεων αλλά και μελλοντικών επιδόσεων.....	35
2.2.2 Πληροφόρηση για την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες που παρέχει.....	37
2.2.3 Πληροφόρηση για τα χρηματοπιστωτικά μέσα.....	40
2.2.4 Πληροφόρηση για τη φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων.....	41
2.2.5 Πληροφόρηση σχετικά με το κόστος και τις σχετικές παρεπόμενες επιβαρύνσεις.....	43
2.2.6 Πληροφόρηση για μερίδια ή μετοχές Ο.Σ.Ε.Κ.Α.....	44
2.2.7 Διαφημιστικές ανακοινώσεις.....	44
2.3 Πληροφόρηση κατά τη διάρκεια της επένδυσης και μετά την ολοκλήρωσή της.....	45

2.4 Προβληματισμοί σχετικά με την αποδοτικότητα των μέτρων πληροφόρησης.....	47
--	----

Κεφάλαιο 3^ο: Αξιολόγηση Καταλληλότητας/ Συμβατότητας

3.1 Γενικά.	50
3.2 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου καταλληλότητας.....	51
3.3 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας.....	57
3.4 Άντληση πληροφοριών από τους πελάτες στο πλαίσιο της απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών	59
3.5 Προβληματισμοί σχετικά με την εφαρμογή των τεστ και τη χρησιμότητά τους.....	62

Κεφάλαιο 4^ο: Εκτέλεση Εντολών/ Πολιτική Βέλτιστης Εκτέλεσης

4.1 Γενικοί κανόνες σχετικά με την εκτέλεση εντολών.....	68
4.2 Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών (best execution).....	71
4.2.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες της βέλτιστης εκτέλεσης.....	73
4.2.2 Υποχρέωση εκπόνησης πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης από τις επιχειρήσεις επενδύσεων	76
4.3 Κριτική σχετικά με την υιοθέτηση της υποχρέωσης «βέλτιστης εκτέλεσης».....	79

Επίλογος.....	83
----------------------	-----------

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	89
ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	90
ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ.....	91
ΝΟΜΟΙ.....	92
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	93

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστή στο ευρύτερο κοινό ως οδηγία MiFID¹, αποτελεί την πιο πρόσφατη μιας σειράς νομοθετικών αλλαγών που έχουν εισαχθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Αποτελεί τη συνέχεια μιας διαδικασίας εναρμόνισης των Ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου και εφαρμόζεται στο πλαίσιο του Financial Services Action Plan (F.S.A.P.). Τα κράτη- μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν δεσμευτεί στη δημιουργία μιας αποτελεσματικότερης και ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με στόχο την πλέον ανταγωνιστική και δυναμική, βασισμένη στη γνώση, οικονομία στον κόσμο, ικανή να διατηρήσει την οικονομική ανάπτυξη και απασχόληση καθώς και τη κοινωνική συνοχή.²

Στο F.S.A.P.³ έχει ενσωματωθεί ο στόχος της δημιουργίας μιας ολοκληρωμένης ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το F.S.A.P. ορίζει μία σειρά από γενικές κατευθύνσεις και αποτελεί πλαίσιο ρυθμιστικών μέτρων. Τα περισσότερα από τα μέτρα αυτά είχαν ληφθεί κατά την χρονική περίοδο πριν από την υιοθέτηση του σχεδίου F.S.A.P., περιλαμβανόμενης και της αρχικής οδηγίας Επενδυτικών Υπηρεσιών, γνωστή ως I.S.D- Investment Services Directive⁴.

¹ Markets In Financial Instruments Directive, η οδηγία 2004/39/EK ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 3606/2007(ΦΕΚ Α 195), ο οποίος τέθηκε σε ισχύ την 1.11.2007

² Συνεδρίαση της Λισσαβώνας του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, Μάρτιος 2000

³ Το FSAP επικυρώθηκε το 2000 από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη Λισσαβώνα.

⁴ Ευρωπαϊκή οδηγία 93/22/EOK, η οδηγία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 2396/1996 (ΦΕΚ Α 73)

Η οδηγία I.S.D. υιοθετήθηκε από το ελληνικό δίκαιο με τον νόμο 2396/1996 και εισήγαγε το ευρωπαϊκό διαβατήριο, επιτρέποντας στις επιχειρήσεις επενδύσεων να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στα κράτη-μέλη. Παράλληλα επέτρεψε τις διασυνοριακές επιχειρηματικές συμμετοχές ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων και μείωσε τα εθνικά ρυθμιστικά εμπόδια. Ως μέρος του F.S.A.P., η I.S.D. τέθηκε υπό αναθεώρηση με αποτέλεσμα την έκδοση του σχεδίου οδηγίας I.S.D. – 2, που αποτέλεσε τον πρόδρομο της οδηγίας 2004/39/EK- MiFID.⁵

Η οδηγία MiFID υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Απρίλιο του έτους 2004. Η συγκεκριμένη οδηγία αντικατέστησε την πιο σημαντική οδηγία μέχρι τότε, δηλαδή την ISD, που αφορούσε τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές και τις χρηματοοικονομικές αγορές από το 1995.

Σκοπό της νέας ευρωπαϊκής οδηγίας 2004/39/EK⁶ αποτελεί η εγκαθίδρυση ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων. Πιο ειδικά, σκοπός της είναι η εγκαθίδρυση αγοράς, στην οποία η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άλλων σχετικών δραστηριοτήτων επί χρηματοπιστωτικών μέσων να μπορεί να διαμορφώνεται για τους συντελεστές της (επιχειρήσεις επενδύσεων, πιστωτικά ιδρύματα, διαχειριστές αγορών) υπό συνθήκες πλήρους απελευθέρωσης εντός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.⁷ Η οδηγία MiFID, ωστόσο, αναθεωρεί το πεδίο εναρμόνισης για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που εισήγαγε η ISD, την οποία για το λόγο αυτό καταργεί.

Ο πιο σημαντικός λόγος αναθεώρησης είναι ότι οι αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό χώρο, με τη ταχεία

⁵ Παναγόπουλος Θάνος, «Η Ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων», άρθρο για την Ένωση ελλήνων θεσμικών επενδυτών www.Agii.gr/forum.asp

⁶ Η MiFID εκκινεί από τον ίδιο σκοπό, τον οποίο κλήθηκε να υπηρετήσει και η ISD (11 χρόνια εφαρμογής).

⁷ Χριστίνα Ταρνανίδου, «Η Οργανωμένη Αγορά, Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση» Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, Κεφάλαιο Γ.

ανάπτυξη νέων εναλλακτικών μορφών επένδυσης και υποδομών αγοράς, τη διεύρυνση του φάσματος των επενδυτικών υπηρεσιών και τη δημιουργία νέων πεδίων ανταγωνισμού μεταξύ των συντελεστών των αγορών, κατέστησαν αναγκαία την πλήρη εναρμόνιση, πέραν του πεδίου που προγενέστερα όρισε η ISD, η οποία κρίθηκε για τους λόγους αυτούς ανεπαρκής και ξεπερασμένη.⁸

Η νέα, λοιπόν, ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK συμβάλλει στην επιτάχυνση των ρυθμών εναρμόνισης των εθνικών δικαίων των κρατών-μελών, ώστε να γίνει εφικτή η πλήρωση των αναγκάων προϋποθέσεων, για την εγκαθίδρυση της ενιαίας αγοράς στο χρηματοπιστωτικό τομέα, που αφορούν στην ύπαρξη ενός αποτελεσματικού διαβατηρίου για τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τους λοιπούς συντελεστές της αγοράς, αλλά και στη διασφάλιση για τους επενδυτές συνθηκών προστασίας υψηλού επιπέδου κατά την παροχή προς αυτούς επενδυτικών υπηρεσιών εντός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας⁹.

Παράλληλα, ένας από τους κύριους λόγους για τους οποίους η ISD έπαψε να παρέχει αποτελεσματικό πλαίσιο για την ανάληψη και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων σε διεθνές επίπεδο εντός των ορίων της ΕΕ, αποτελεί το γεγονός ότι η ISD δεν παρείχε επαρκές πεδίο εναρμόνισης που να επιτρέπει την αποτελεσματική αμοιβαία αναγνώριση από τα κράτη –μέλη των αδειών των επιχειρήσεων επενδύσεων. Με άμεσο αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση της αποτελεσματικότητας του ευρωπαϊκού διαβατηρίου που είχε θεσμοθετηθεί.

Ένας άλλος εξίσου σημαντικός λόγος είναι ότι οι μηχανισμοί προστασίας των επενδυτών που υιοθετεί η οδηγία ISD έχουν «ξεπεραστεί» αφού δεν λαμβάνουν υπόψη τα νέα επιχειρηματικά μοντέλα, τις νέες πρακτικές αγοράς και τους σχετιζόμενους κινδύνους. Η ISD δεν καλύπτει πλήρως το φάσμα των επενδυτικών υπηρεσιών και προϊόντων. Επίσης, η

⁸ Χριστίνα Ταρνανίδου, «Η Οργανωμένη Αγορά, Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση» Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, Κεφάλαιο Γ.

⁹ Ορφανίδης Δημήτριος, (Πρωτοδίκης, Αναπληρωματικός Καθηγητής Εργατικού και Κοινοτικού Δικαίου της σχολής Αξιοματικών της ΕΛ.ΑΣ. , «Η οδηγία 2004/39/EK – Σκοπός και έννομες συνέπειες».

παραπάνω οδηγία δεν ρυθμίζει τα θεσμικά και ανταγωνιστικά προβλήματα που προκύπτουν από την ύπαρξη ανταγωνισμού μεταξύ των χρηματιστηρίων από τη μία πλευρά και των χρηματιστηρίων και λοιπών υποδομών αγοράς από την άλλη. Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι ρυθμίσεις της ISD έπαυσαν να έχουν τον απαιτούμενο βαθμό ευελιξίας και κατ' επέκταση δεν μπορούν να ανταποκριθούν σε θεσμικά ζητήματα που δημιουργούν οι αναπτυσσόμενες δομές αγοράς και επιχειρήσεων.¹⁰

Η MiFID επεκτείνει το πεδίο κάλυψης της ISD και προωθεί νέα και πιο εκτενή ζητήματα στα οποία οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές θα πρέπει να προσαρμοστούν¹¹. Τα ζητήματα αυτά είχαν τεθεί για πρώτη φορά, στο τραπέζι των διαβουλεύσεων, τον Απρίλιο του 2004 όταν δημιουργήθηκε το «Επίπεδο 1» της οδηγίας. Η τελική μορφή δόθηκε στις 30 Απριλίου 2004 και η έναρξη εφαρμογής από 1.11.2007. Προκειμένου φυσικά και νομικά πρόσωπα να κατανοήσουν και να εφαρμόσουν την νέα ευρωπαϊκή οδηγία, εξεδόθησαν από την Ευρωπαϊκή Ένωση η εκτελεστική οδηγία 2006/73/EK¹² και ο κανονισμός 1287/2006 της 10^{ης} Αυγούστου 2006¹³.

¹⁰ Χριστίνα Ταρνανίδου, «Η Οργανωμένη Αγορά, Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση» Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, Κεφάλαιο Γ.

¹¹ Συγκεκριμένα σύμφωνα με έρευνα των Jean-Pierre Casey and Karel Lannoo, η οδηγία 2004/39/EK είναι 5.28 φορές μεγαλύτερη σε μέγεθος από την προγενέστερη οδηγία ISD, γεγονός που αποδεικνύει την ευρύτερη κάλυψη των ζητημάτων στα οποία οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να προσαρμοστούν ώστε να επιτύχουν το σκοπό της ενιαίας πανευρωπαϊκής αγοράς. Άρθρο των προαναφερθέντων ερευνητών, "The Mifid Implementing measures : Excessive detail or level playing field?", ECMI Policy Brief No.1 / May 2006

¹² Σε συνέχεια της οδηγίας 2004/39/EK εκδόθηκαν δύο κείμενα εκτελεστικού χαρακτήρα :

(α) η οδηγία 2006/73/EK, για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/EK (όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας), η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία με τις αποφάσεις 1-9/452 της 1/11/2007 του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

¹³ (β) ο κανονισμός 1287/2006/EK (για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/EK (όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων , τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής) , ο οποίος ισχύει άμεσα χωρίς να απαιτείται πράξη ενσωματώσεώς του και εφαρμόζεται από την ημέρα ισχύος του ως άνω νόμου.

Η ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK έχει ενσωματωθεί στην ελληνική έννομη τάξη με το νόμο 3606/2007, τις εννέα εκτελεστικές αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, από 1/452 έως 9/452 της 1^{ης} Νοεμβρίου του 2007 καθώς και με την Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, ΠΔ/ΤΕ 2597/31.10.2007.

Η MiFID εφαρμόζεται με βάση την διαδικασία των τεσσάρων σταδίων της έκθεσης Lamfalussy (ή Επιτροπής Σοφών¹⁴). Αυτή συνίσταται σε προσέγγιση εφαρμογής που αρχίζει με την έκδοση ευρωπαϊκής οδηγίας από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο(I), προχωρεί στη περισσότερο λεπτομερή και τεχνική αποσαφήνιση ορισμένων διατάξεων της οδηγίας (II), συνεχίζει με τη συνεργασία μεταξύ εθνικών ρυθμιστικών αρχών για την ενιαία εφαρμογή κανόνων (III) και καταλήγει με την ενσωμάτωση της οδηγίας στο εθνικό δίκαιο και πρακτική των κρατών – μελών καθορίζοντας τη λειτουργία των αγορών τους (IV).

Ειδικότερα, η διαδικασία Lamfalussy περιλαμβάνει τα εξής 4 επίπεδα ¹⁵:

- Επίπεδο 1: Νομοθεσία και οδηγίες – Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Στο επίπεδο αυτό εκδίδονται βασικές νομικές πράξεις, μέσω των οποίων καθιερώνονται οι βασικές κατευθυντήριες αρχές που διέπουν το αντικείμενο ρύθμισης και αποτυπώνονται οι βασικές πολιτικές επιλογές των κοινοτικών οργάνων.
- Επίπεδο 2: Συμβουλές τεχνικής εφαρμογής – European Securities Committee και Committee of European Securities Regulators ¹⁶(CESR). Στο δεύτερο επίπεδο εκδίδονται από την Ευρωπαϊκή

¹⁴ The Committee of Wise Men, Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities (2001)

¹⁵ Παναγόπουλος Θάνας, «Η Ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων», άρθρο για την Ένωση ελλήνων θεσμικών επενδυτών www.Agii.gr/forum.asp.

¹⁶ Η CESR (Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς) ιδρύθηκε ως η ανεξάρτητη Επιτροπή σύμφωνα με τους όρους της απόφασης της 6^{ης} Ιουνίου 2001 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2001/1501/EK). Αποτελεί την μία εκ των δύο επιτροπών που οραματίστηκε στην τελική έκθεσή της η ομάδα των Σοφών για την Ρύθμιση των Ευρωπαϊκών Αγορών επί Κινητών Αξιών, στην οποία προήδρευσε ο Βαρόνος Alexander Lamfalussy. Η ίδια

Επιτροπή εκτελεστικά μέτρα για τις διατάξεις της βασικής νομικής πράξης που καθορίζονται περιοριστικά σε αυτήν.

- Επίπεδο 3: Κανόνες (τοπικής) συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ – CCSR και εθνικές ρυθμιστικές αρχές. Στο τρίτο επίπεδο λαμβάνει χώρα η παρακολούθηση της ομοιόμορφης εφαρμογής από τα κράτη μέλη της υιοθετούμενης σε επίπεδο 1 και 2 νομοθεσίας. Σημαντικός είναι σε αυτό το επίπεδο ο ρόλος της CCSR , η οποία έχει την εξουσία έκδοσης πράξεων ηπίου ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, δηλαδή κατευθυντήριων γραμμών , προτύπων και συστάσεων.
- Επίπεδο 4: Επιβολή κανόνων από τα κράτη μέλη και συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών. Στο τελευταίο επίπεδο προτείνεται η ενίσχυση του έργου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναφορικά με τον έλεγχο της ορθής εφαρμογής από τα κράτη μέλη των κοινοτικών πράξεων, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα.¹⁷

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει δημοσιεύσει πλειάδα κειμένων εργασίας που διευκρινίζουν τα άρθρα της MiFID και συνεχίζουν να αποτελούν αντικείμενο συζήτησης.

Βασική αρχή της MiFID για τη λειτουργία του αναθεωρημένου ευρωπαϊκού διαβατηρίου που εισάγεται με αυτή, είναι η ήδη υιοθετηθείσα με την ISD αρχή της ενιαίας άδειας. Από την στιγμή που η επιχείρηση επενδύσεων αδειοδοτηθεί, στο κράτος καταγωγής της, αποκτά «ευρωπαϊκό διαβατήριο» για την παροχή υπηρεσιών και την άσκηση δραστηριοτήτων σε άλλα κράτη –

η έκθεση επικυρώθηκε από απόφαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Ο ρόλος της είναι:

- Να βελτιώσει τον συντονισμό μεταξύ των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς.
- Να δράσει ως συμβουλευτική ομάδα με σκοπό να βοηθήσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ιδιαίτερα στην προετοιμασία σχεδίων μέτρων υλοποίησης που αφορούν στον τομέα των κινητών αξιών.
- Να εργαστεί για την διασφάλιση μιας περισσότερο συνεπούς και έγκαιρης εφαρμογής της Κοινοτικής Νομοθεσίας στα Κράτη- Μέλη.

¹⁷ Special Report , The regulation of investment services in Europe under MiFID-Implementation and Practise, Emilios Avgouleas, Tottel Publishing,2008, Chapter 1.2.2 p 2.

μέλη, κράτη υποδοχής, ή την ίδρυση υποκαταστήματος στα κράτη αυτά, χωρίς να απαιτείται επιπλέον αδειοδότηση από το εκάστοτε κράτος – μέλος, στο οποίο έχει σκοπό να επεκτείνει τις δραστηριότητές της .

Παράλληλα, η MiFID επεκτείνει το πεδίο εναρμόνισης και ευρωπαϊκού διαβατηρίου περιλαμβάνοντας σε αυτό νέες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες. Συγκεκριμένα, με την MiFID, εισάγεται μία νέα επενδυτική υπηρεσία η παροχή επενδυτικών συμβουλών¹⁸. Αξίζει να υπενθυμίσουμε ότι η συγκεκριμένη υπηρεσία σύμφωνα με την ISD αποτελούσε παρεπόμενη υπηρεσία. Συνεπώς, με την νέα οδηγία η παραπάνω υπηρεσία αναβαθμίζεται.

Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι στον κατάλογο των παρεπόμενων υπηρεσιών¹⁹, που εκείνη ορίζει, προστίθενται δύο ακόμη υπηρεσίες, οι οποίες είναι η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και η χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, καθώς και η παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σχετικά με συγκεκριμένα είδη παραγώγων εφόσον σχετίζονται με την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών.

Πολύ σημαντική είναι μία νέα επενδυτική δραστηριότητα που ανάγεται σε αντικείμενο αυτοτελούς διαβατηρίου, η δραστηριότητα της λειτουργίας Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Ακόμα , η νέα ευρωπαϊκή οδηγία εισάγει πεδίο εναρμόνισης και για τη δραστηριότητα της λειτουργίας οργανωμένης αγοράς, ως παραδοσιακής μορφής αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων, για την οποία αναγνωρίζει συγκεκριμένες ελευθερίες και ειδικούς όρους ως προς την άσκησή τους.

Επιπλέον, η MiFID αναγνωρίζει ότι τα τελευταία χρόνια έχει διευρυνθεί τα φάσμα των χρηματοπιστωτικών μέσων που προωθούνται στις κεφαλαιαγορές, αποτελώντας αντικείμενο ευρείας διακίνησης, εμπορίας και επενδύσεων. Η MiFID επαναπροσδιορίζει τον κατάλογο των

¹⁸ Ορισμοί κα πεδίο εφαρμογής ,4^ο άρθρο «ορισμοί» της οδηγίας 2004/39/EK (παράγραφος 1.4).

¹⁹ Παράρτημα I , τμήμα Β , της οδηγίας 2004/39/EK.

χρηματοπιστωτικών μέσων²⁰, όπως αυτός είχε αρχικά οριστεί με την ISD, προσθέτοντας σε αυτόν νέα χρηματοπιστωτικά μέσα. Συγκεκριμένα, ο παραπάνω κατάλογος εμπλουτίζεται με διάφορους τύπους παράγωγων μέσων, όπως για παράδειγμα στον αναθεωρημένο κατάλογο συμπεριλαμβάνονται συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής, προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες συμβάσεις παραγώγων σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματιστηριακούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη δεκτικά εκκαθαρίσεως με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα.

Ακόμα, στον παραπάνω κατάλογο περιλαμβάνονται συμβάσεις παραγώγων σχετιζόμενες με κλιματικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων ή ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές, που πρέπει να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει λύση της σύμβασης). Επίσης, περιλαμβάνονται στον κατάλογο τα παράγωγα για μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου καθώς και οι χρηματοοικονομικές συμβάσεις επί διαφορών²¹.

Η μεγάλη γκάμα των χρηματοπιστωτικών μέσων, στα οποία αναφέρεται η MiFID, ως περιεχόμενο του καταλόγου των ρυθμιζόμενων με αυτή επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων, καθίστα εφικτή τη λειτουργία των αντίστοιχων ευρωπαϊκών διαβατηρίων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ποικιλία των χρηματοπιστωτικών μέσων παρέχει τη δυνατότητα για ανάληψη δραστηριοτήτων σε νέους τομείς, ενθαρρύνοντας την περαιτέρω ανάπτυξη των αγορών με την άσκηση των σχετικών κοινοτικών ελευθεριών

²⁰Παράρτημα I, Τμήμα Γ, «Χρηματοπιστωτικά Μέσα», οδηγία 2004/39/EK.

²¹ δηλ. συμβάσεις που αποβλέπουν στην επίτευξη κέρδους από τις χρηματικές διαφορές που προκύπτουν σε περίπτωση διακυμάνσεων των τιμών σε κατεύθυνση αντίθετη προς αυτή της επιχειρούμενης με τη σύμβαση επένδυσης.

(εγκατάστασης και παροχής επενδυτικών υπηρεσιών), με συνέπεια την εδραίωση της ενιαίας αγοράς.²²

Η MiFID εισάγει σε επίπεδο εναρμόνισης τρεις βασικές μορφές αγοράς: την αγορά που διαμορφώνεται ως συνέπεια της άσκησης της δραστηριότητας «συστηματικής εσωτερικοποίησης», την αγορά που διαμορφώνεται με τη λειτουργία Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης και την οργανωμένη αγορά.

Στο πλαίσιο της δραστηριότητας της «συστηματικής εσωτερικοποίησης» περιλαμβάνονται οι συναλλαγές που διενεργεί η επιχείρηση επενδύσεων κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά, για ίδιο λογαριασμό²³, εκτελώντας εντολές πελατών της εκτός οργανωμένης αγοράς ή Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης²⁴. Η κύρια οικονομική σημασία της δραστηριότητας αυτής έγκειται στο ότι καθίσταται δυνατός για την επιχείρηση επενδύσεων ο συμψηφισμός, εντός του βιβλίου εντολών της, των δικών της θέσεων με τις θέσεις κάθε πελάτη της, γεγονός που επιτρέπει το διακανονισμό των θέσεων, σε επίσημο χρηματιστήριο ή σύστημα διακανονισμού, μόνο ως προς το μη συμψηφισμένο μέρος τους. Έτσι, η επιχείρηση επενδύσεων επιτυγχάνει μείωση κόστους κατά την παροχή σχετικών υπηρεσιών, καθιστώντας την παρεχόμενη υπηρεσία πιο συμφέρουσα για τον πελάτη της. Παράλληλα, δημιουργείται πεδίο ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων επενδύσεων ως συστηματικών εσωτερικοποιητών και των χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών ως παραδοσιακών μορφών αγοράς. Αντικείμενο του ανταγωνισμού είναι η διασφάλιση συνθηκών αγοράς με τους πλέον αποτελεσματικούς όρους συναλλαγής.²⁵

²² Χριστίνα Ταρνανίδου, «Η Οργανωμένη Αγορά, Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση» Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, Κεφάλαιο Γ.

²³ δηλ. γίνεται διαπραγμάτευση βάσει ιδίων κεφαλαίων, η οποία οδηγεί στην ολοκλήρωση συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.

²⁴ Άρθρο 4, «Ορισμοί», της οδηγίας 2004/39/ΕΚ, παράγραφος 1.7.

²⁵ Χριστίνα Ταρνανίδου, «Η Οργανωμένη Αγορά, Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση» Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, Κεφάλαιο Γ.

Η άσκηση της δραστηριότητας συστηματικής εσωτερικοποίησης δημιουργεί διάφορα θεσμικά θέματα ως προς το αν εξασφαλίζει σε κοινοτικό επίπεδο ισοδύναμη προστασία στους επενδυτές σε σχέση με αυτή που εξασφαλίζουν οι οργανωμένες αγορές και τα χρηματιστήρια. Για τον παραπάνω λόγο, αλλά και προκειμένου να υπάρχουν ίσοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των διάφορων υποδομών αγοράς (συστηματικών εσωτερικοποιητών, ΠΜΔ, οργανωμένων αγορών), η MiFID υπήγαγε την άσκηση της σε ειδικές απαιτήσεις.²⁶

Σύμφωνα με την δραστηριότητα λειτουργίας Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης, οι επιχειρήσεις επενδύσεων μπορούν να διαχειρίζονται Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης, δημιουργώντας και εκείνες με τη σειρά τους αυτοτελείς υποδομές αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων σε σχέση με τις οργανωμένες αγορές και τα χρηματιστήρια²⁷. Οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης²⁸, επιτρέπουν τη συνάντηση και αλληλεπίδραση περισσότερων συναλλακτικών συμφερόντων για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων κατά τρόπο που καταλήγει στη διενέργεια συναλλαγών επί των μέσων αυτών με βάση τους κανόνες του συστήματος. Τα ΠΜΔ υπάγονται σύμφωνα με τη νέα κοινοτική οδηγία σε συγκεκριμένες απαιτήσεις για την αδειοδότηση και τη λειτουργία τους. Ωστόσο, σε σύγκριση με τα χρηματιστήρια και τις οργανωμένες αγορές, τα ΠΜΔ υπόκεινται σε χαμηλότερες απαιτήσεις λειτουργίας σε σχέση για παράδειγμα με τους όρους εισαγωγής χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, τις οργανωτικές προϋποθέσεις λειτουργίας κ.ά.

Αξίζει να τονιστεί ότι σε όλες τις παραπάνω μορφές αγοράς εφαρμόζονται σύμφωνα με την MiFID κανόνες διαφάνειας, ώστε να

²⁶ Χριστίνα Ταρνανίδου, «Η Οργανωμένη Αγορά, Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση» Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, Κεφάλαιο Γ.

²⁷ Άρθρο 4, «Ορισμοί» της οδηγίας 2004/39/EK, παράγραφος 1.15.

²⁸ Οι οποίοι συνιστούν πολυμερή συστήματα που παρέχουν παρόμοιες λειτουργίες προς αυτές των οργανωμένων αγορών και χρηματιστηρίων.

εξασφαλίζονται δίκαιοι και ισότιμοι όροι ανταγωνισμού, αλλά και συνθήκες δίκαιης και διαφανούς αγοράς.

Με την άσκηση δραστηριοτήτων εσωτερικοποίησης ή ΠΜΔ είναι εμφανές ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων απαλλάσσονται από την υποχρέωση να διαβιβάζουν τις εντολές των πελατών τους στις οργανωμένες αγορές. Σύμφωνα με τις νέες συνθήκες οι εν λόγω επιχειρήσεις μπορούν να συναλλάσσονται απευθείας με τους πελάτες τους (εσωτερικοποιητές) ή ακόμη και να διαμορφώνουν οι ίδιες συνθήκες αγοράς για τη διενέργεια συναλλαγών (ΠΜΔ) επί των μέσων αυτών, αποκτώντας ανεξαρτησία από τα συστήματα των οργανωμένων αγορών.

Οι παραπάνω κοινοτικές εξελίξεις επηρεάζουν το ρόλο των οργανωμένων αγορών, καταργούν τη μονοπωλιακή θέση τους στις κεφαλαιαγορές και τις υπάγουν στο νέο περιβάλλον ανταγωνισμού που η θεώρηση της πολλαπλότητας των υποδομών της αγοράς επιτάσσει.²⁹

Συγχρόνως οι νέες ρυθμίσεις διευκρινίζουν περαιτέρω τα καθήκοντα και τις ευθύνες των εποπτικών αρχών του κράτους- μέλους καταγωγής και του κράτους- μέλους υποδοχής, με άμεσο αποτέλεσμα την ενίσχυση της βεβαιότητας ως προς την αποτελεσματικότητα της εποπτείας των διασυνοριακών συναλλαγών και τη μείωση του κινδύνου επιβολής αχρείαστων ρυθμίσεων από το κράτος – μέλος υποδοχής επί των επιχειρήσεων επενδύσεων που εκτελούν διασυνοριακές συναλλαγές.

Η MiFID καθορίζει αρχές διαχείρισης εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων των επιχειρήσεων επενδύσεων καθώς και απαιτήσεις διαχωρισμού των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να διαθέτουν ανεξάρτητη υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου για τη συμμόρφωσή τους έναντι της νομοθεσίας και να προβλέπουν την επαρκή συμμετοχή ανωτέρων εκτελεστικών στελεχών αλλά και τη λογοδοσία αυτών στη διαδικασία συμμόρφωσης. Οποιαδήποτε υλική σύγκρουση

²⁹ Χριστίνα Ταρνανίδου, «Η Οργανωμένη Αγορά, Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, Κεφάλαιο Γ.

συμφερόντων πρέπει να κοινοποιείται στους πελάτες και την αρμόδια εποπτική αρχή.³⁰

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να θεσπίσουν και να τηρούν πολιτική διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων και να διατηρούν αποτελεσματικά εμπόδια στη διαρροή πληροφοριών (π.χ σινικά τείχη μεταξύ των τμημάτων της επιχείρησης). Όταν μια επιχείρηση επενδύσεων παράγει και διανέμει αναλύσεις, καθορίζονται επιπλέον ειδικές απαιτήσεις με στόχο τη διασφάλιση ότι η εταιρεία και οι μεμονωμένοι αναλυτές δεν αντιμετωπίζουν σύγκρουση συμφερόντων.

Η σημαντικότερη αλλαγή που επιφέρει η 2004/39/EK ευρωπαϊκή οδηγία είναι ότι κατοχυρώνει μεγαλύτερη διαφάνεια και προστασία για τους επενδυτές, κυρίως εκείνους που δεν έχουν την απαιτούμενη γνώση και εμπειρία. Αντικείμενο της εργασίας αυτής αποτελεί η προστασία του επενδυτή κάτω από το νέο καθεστώς της MiFID³¹.

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας αναλύεται το νέο ευρωπαϊκό πλαίσιο ταξινόμησης συναλλασσόμενων είτε ως μικροεπενδυτών (retail investors), είτε ως επαγγελματιών (professional investors), είτε ως «επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων» (eligible counter-parties), κατηγορία που αναφέρεται σε όσους χρειάζονται λιγότερη προστασία σε σύγκριση με τους λοιπούς πελάτες. Η ταξινόμηση των επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων έχει αποσαφηνιστεί με ποσοτικοποιημένες κατευθύνσεις – οδηγίες και συγκεκριμένες απαιτήσεις κοινοποίησης.

Η πληροφόρηση των πελατών αποτελεί κύριο θέμα του δεύτερου κεφαλαίου. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να παρέχουν στους πελάτες τους επαρκείς πληροφορίες και αναφορές σχετικά με τις συναλλαγές τους σε σαφή και κατανοητή μορφή, περιλαμβανομένων των λεπτομερειών για το κόστος συναλλαγών. Ταυτόχρονα, αυξάνονται οι απαιτήσεις

³⁰ Παναγόπουλος Θάνος, «Η Ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων», άρθρο για την Ένωση ελλήνων θεσμικών επενδυτών www.Agii.gr/forum.asp.

³¹ Τμήμα 2, Διατάξεις για την προστασία των επενδυτών, άρθρα 19- 24 της ευρωπαϊκής οδηγίας 2004/39/EK, βλ. παράρτημα.

πληροφόρησης για τα τηρούμενα αρχεία υποβληθέντων αναφορών συναλλαγών σε πελάτες, που περιλαμβάνουν τον τόπο εκτέλεσης των συναλλαγών (τον χρόνο εκτέλεσης, την ταυτότητα του συναλλασσόμενου κτλ).

Στο τρίτο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την αξιολόγηση συμβατότητας και καταλληλότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η νέα οδηγία εισήγαγε την υποχρέωση διενέργειας τεστ καταλληλότητας στους πελάτες, πριν την παροχή επενδυτικών συμβουλών και την εκτέλεση εντολών.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με την διαχείριση των εντολών πελατών και συγκεκριμένα με την άριστη εκτέλεση εντολών (best execution). Οι υποχρεώσεις άριστης εκτέλεσης εντολών ορίζουν ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να διασφαλίσουν τη καλύτερη δυνατή εκτέλεση των εντολών των πελατών τους, λαμβάνοντας υπόψη πολλαπλούς παράγοντες (τιμή, κόστος, ταχύτητα εκτέλεσης συναλλαγών, πιθανότητα εκτέλεσης εντολής και εκκαθάρισης συναλλαγής). Οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να διατηρούν επίσημη πολιτική εκτέλεσης εντολών και να είναι σε θέση να αποδεικνύουν ότι ακολουθούν την πολιτική αυτή.

Τέλος, στον επίλογο της εργασίας που κρατάτε στα χέρια σας διενεργούμε μία σύντομη ανασκόπηση των όσων αναλυτικά περιγράφονται στα κεφάλαια που προηγούνται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

«ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ»

1.1 Ορισμοί

Γενικά, «προστασία επενδυτών» σημαίνει, προστασία αυτών έναντι αναξιόπιστων επενδυτικών προσφορών τόσο σε εθνικό, όσο και σε διεθνές επίπεδο. Η ανάγκη προστασίας πηγάζει από την πρακτική διαπίστωση ότι αποτελούν το αδύνατο συμβαλλόμενο μέρος σε σχέση με τα παρέχοντα επενδυτικές υπηρεσίες πρόσωπα. Τούτο συμβαίνει διότι, κατά κανόνα, στερούνται ειδικών γνώσεων, πληροφοριών, και εμπειρίας ως προς τις επενδύσεις.³²

Ισχυρή προστασία ειδικότερα σημαίνει ότι το νομικό πλαίσιο υποχρεώσεων των προσώπων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες σε μη επαγγελματίες πελάτες καθίσταται αυστηρότερο.

Σε πρώτο στάδιο θα ήταν χρήσιμο να αναφέρουμε ορισμένους ορισμούς με σκοπό την πληρέστερη κατανόηση. Από τον συνδυασμό των διατάξεων της MiFID και της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK, προκύπτουν τα ακόλουθα:

- «Επιχείρηση επενδύσεων» είναι κάθε νομικό πρόσωπο του οποίου σύνηθες επάγγελμα ή δραστηριότητα είναι η παροχή μίας ή περισσότερων επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή και η διενέργεια μίας ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική

³² Ορφανίδης Δημήτριος, (Πρωτοδίκης, Αναπληρωματικός Καθηγητής Εργατικού και Κοινωνικού Δικαίου της σχολής Αξιοματικών της ΕΛ.ΑΣ. , «Η οδηγία 2004/39/EK – Σκοπός και έννομες συνέπειες».

βάση³³. Γεγονός που καθιστά, το παραπάνω νομικό πρόσωπο, ειδικό γνώστη των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η ειδική αυτή γνώση πιστοποιείται με την άδεια, ενός τουλάχιστον κράτους – μέλους.

- Επενδυτής είναι ο πελάτης, δηλαδή το φυσικό ή νομικό πρόσωπο που ενδιαφέρεται και δέχεται τις επενδυτικές και παρεπόμενες υπηρεσίες.³⁴

Ο παραπάνω ορισμός, του πελάτη – επενδυτή, είναι αρκετά απλοϊκός με αποτέλεσμα να έχει δημιουργηθεί σύγχυση διότι στο κείμενο της οδηγίας 2004/39/EK απαριθμούνται οκτώ κύριες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες χωρίς να διευκρινίζεται ποιες από αυτές τις επενδυτικές «εργασίες»³⁵ αποτελούν υπηρεσίες και ποιες παρέχονται με τη μορφή δραστηριότητας. Αποτελεί λογικό συμπέρασμα ότι κάποιες από τις κύριες επενδυτικές εργασίες μάλλον θα παρέχονται με τη μορφή υπηρεσίας (πχ. διαχείριση χαρτοφυλακίου και παροχή επενδυτικών συμβουλών), ωστόσο για άλλες από τις κύριες εργασίες δεν μπορούμε να συμπεράνουμε ευλόγως τη φύση τους, με σημαντικές συνέπειες ως προς τον προσδιορισμό της έννοιας του πελάτη και την οριοθέτηση του πεδίου εφαρμογής των κανόνων συμπεριφοράς.³⁶

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διευκρίνισε ότι κατά την δική της ερμηνευτική κριτική, δεν κρίνεται σκόπιμο να υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων και συνεπώς κάθε πρόσωπο που συναλλάσσεται με διαμεσολαβητή επενδυτικών υπηρεσιών θα πρέπει να θεωρείται πελάτης για τους σκοπούς της οδηγίας MiFID. Συνεπώς, η διαφοροποίηση του επιπέδου προστασίας των πελατών θα προέλθει από την

³³ Άρθρο 4, «Ορισμοί» της οδηγίας 2004/39/EK, παράγραφος 1.1

³⁴ Άρθρο 4, «Ορισμοί» της οδηγίας 2004/39/EK, παράγραφος 1.10

³⁵ Σύμφωνα με την βρετανική εποπτική αρχή, προκειμένου να εξεταστεί εάν μια επενδυτική εργασία παρέχεται με τη μορφή της υπηρεσίας θα πρέπει κανείς να διαγνώσει την ύπαρξη «πελατειακής σχέσης» με βάση τα πραγματικά περιστατικά κάθε περίπτωσης (FSA, Implementing MiFID's Client Categorization Requirements (2006))

³⁶ Παναγιώτης Σταϊκούρας, «Οι νέες προκλήσεις της Οδηγίας 2004/39/EK για τους διαμεσολαβητές επενδυτικών υπηρεσιών, την διαφάνεια των κεφαλαιαγορών και την λειτουργία των ρυθμιζόμενων αγορών», μελέτη, 2007.

κατηγοριοποίησή τους ως «ιδιώτες», «επαγγελματίες» ή «επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους» και όχι από τον χαρακτηρισμό ή όχι ενός προσώπου ως πελάτη επί τη βάση της ως άνω διάκρισης σε υπηρεσίες και δραστηριότητες.

Στους παρακάτω δύο πίνακες (Πίνακας 1 και Πίνακας 2) παρουσιάζονται οι επενδυτικές και παρεπόμενες υπηρεσίες καθώς και τα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως ορίζονται από την νέα ευρωπαϊκή οδηγία MiFID.³⁷

<u>ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ</u>
1. Λήψη και διαβίβαση εντολών σχετικών με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.
2. Εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών.
3. Διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό.
4. Διαχείριση χαρτοφυλακίων.
5. Επενδυτικές συμβουλές.
6. Αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων και/ή τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης.
7. Τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης.
8. Λειτουργία πολυμερούς διευκόλυνσης συναλλαγών.
<u>ΠΑΡΕΠΟΜΕΝΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ</u>
1. Η φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών, περιλαμβανομένης της παροχής υπηρεσιών θεματοφύλακα και παροχής συναφών υπηρεσιών όπως η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων ή παρεχόμενων ασφαλειών.
2. Η παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτή προς διενέργεια συναλλαγής σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία

³⁷ Παράρτημα Ι της οδηγίας 2004/39/EK, Τμήμα Α, Β και Γ.

μεσολαβεί η ΕΠΕΥ που παρέχει την πίστωση ή το δάνειο.
3. Η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με την διάρθρωση του κεφαλαίου τους, την κλαδική στρατηγική και συναφή θέματα, καθώς και παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων.
4. Η παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σχετικά με τα υποκείμενα μέσα των παραγώγων, εφόσον σχετίζονται με την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών όπως ορίζεται στα σχετικά άρθρα του νόμου.
5. Η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος εφόσον συνδέονται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών
6. Η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και η χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρημ/κά μέσα.
7. Η παροχή υπηρεσιών σχετιζόμενων με την αναδοχή.

Πίνακας 1³⁸

<u>ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΜΕΣΑ</u>
1. Μεταβιβάσιμες κινητές αξίες.
2. Μέσα χρηματαγοράς.
3. Μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.
4. Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής, προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματοπιστωτικούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη δεκτικά εκκαθάρισεως με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα.
5. Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής

³⁸ Παράρτημα Ι της οδηγίας 2004/39/ΕΚ, Τμήμα Α και Β.

εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής, προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη με εμπορεύματα, που πρέπει να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης).

6. Παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου.

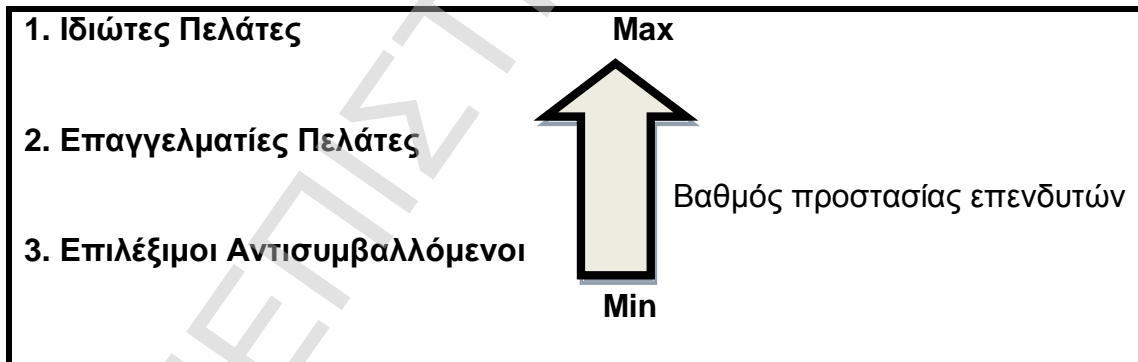
7. Χρηματοοικονομικές συμβάσεις επί διαφορών

8. Άλλα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης.

Πίνακας 2³⁹

1.2 Κατηγορίες επενδυτών

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων πριν την παροχή οποιασδήποτε, από τις παραπάνω, επενδυτικής υπηρεσίας, πρέπει να κατατάξουν τον επενδυτή στην κατηγορία του Ιδιώτη πελάτη ή του Επαγγελματία πελάτη ή του Επιλέξιμου Αντισυμβαλλόμενου. Οι τρεις κατηγορίες πελάτη απολαμβάνουν



Σχήμα 1

διαφορετικό επίπεδο προστασίας κατά την εφαρμογή των κανόνων συμπεριφοράς, σύμφωνα με το παραπάνω σχήμα (Σχήμα 1). Το μέγιστο βαθμό προστασίας απολαμβάνουν οι ιδιώτες πελάτες. Ωστόσο, το υψηλό

³⁹ Παράρτημα Ι της οδηγίας 2004/39/ΕΚ, Τμήμα Γ.

επίπεδο προστασίας, που επιβάλλεται από την οδηγία MiFID, να τους παρέχεται φέρνει την επιχείρηση επενδύσεων αντιμέτωπη με το κόστος των πρακτικών και μέσων που θα πρέπει να υιοθετήσει ώστε να επιτευχθεί η προστασία υψηλού επιπέδου των ιδιωτών επενδυτών.⁴⁰ Το κόστος όμως αυτό υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να επιβαρύνει εν τέλει τους πελάτες.

Ο σημαντικότερος διαχωρισμός στον οποίο προβαίνει η οδηγία 2004/39/EK είναι ανάμεσα σε επαγγελματίες και ιδιώτες αποδέκτες επενδυτικών υπηρεσιών. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων υποχρεούνται να αξιολογούν τους πελάτες τους και να τους ταξινομούν στις παραπάνω κατηγορίες, ώστε να τους παρέχουν προστασία μέσω των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς που θεσπίζονται από την Οδηγία και τα εκτελεστικά της μέτρα, ανάλογα με την ικανότητα καθενός προς λήψη επενδυτικών αποφάσεων και προς κατανόηση του κινδύνου.

Με άλλα λόγια, ο διαχωρισμός σε επαγγελματίες και ιδιώτες επενδυτές αναπτύσσει εδώ τη λειτουργία της *ex ante*, δηλαδή, πριν από την εκπλήρωση εκ μέρους της επιχείρησης επενδύσεων, της συμβατικής της υποχρέωσης, που συνίσταται στην παροχή επενδυτικής υπηρεσίας. Φυσικά η εκτίμηση της επιχείρησης επενδύσεων, που κατατάσσει τους πελάτες της στην κατηγορία των επαγγελματιών, με συνέπεια να μην επωφελούνται αυτοί από το πλήρες φάσμα των κανόνων δεοντολογίας, αποτελεί αντικείμενο ελέγχου από τις εποπτικές αρχές.⁴¹

Σύμφωνα με την οδηγία MiFID, ως «Επαγγελματίας Επενδυτής» ορίζεται εκείνος «που διαθέτει την πείρα, τις γνώσεις και την εμπειρογνώμοσύνη ώστε να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά τον κίνδυνο που αναλαμβάνει».⁴²

⁴⁰ A Practitioner's Guide to MiFID, Matthew Elderfield, Financial Services Authority, First Edition, Chapter 3 , Overview of Organizational and Conduct of Business Requirements, Rob Price.

⁴¹ Απόστολος Καραγκουνίδης , «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 2^ο .

⁴² Παράρτημα II , Τμήμα 1 , οδηγία 2004/39/EK.

Ωστόσο, η οριστική ταξινόμηση ενός υποψηφίου επενδυτή ως ιδιώτη ή επαγγελματία δεν εξαρτάται από την κρίση της επιχείρησης επενδύσεων και την ικανότητά της να εκτιμήσει μόνη της τη συνδρομή των παραπάνω κριτηρίων, αλλά προϋποθέτει την πλήρωση μίας σειράς ουσιαστικών προϋποθέσεων και τη διάβαση ορισμένων διαδικαστικών σταδίων, που σκοπό έχουν να εγγυηθούν μία όσο το δυνατόν πιο έγκυρη εκτίμηση. Ο παρακάτω πίνακας, (Πίνακας 3), περιέχει έναν κατάλογο επιχειρήσεων και νομικών προσώπων, στους οποίους συμπεριλαμβάνονται και δημόσιοι ή υπερεθνικοί φορείς, οι οποίοι θεωρούνται επαγγελματίες επενδυτές. Ως προς τους τελευταίους η επιχείρηση επενδύσεων δεν υποχρεούται να διενεργήσει έρευνα σχετικά με την πείρα και τις γνώσεις τους, αλλά τους αντιμετωπίζει από την αρχή ως επαγγελματίες.

<u>ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΠΕΛΑΤΩΝ ΠΟΥ ΘΕΩΡΟΥΝΤΑΙ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΕΣ</u>	
Για όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα	
1. Πιστωτικά Ιδρύματα	
2. Επιχειρήσεις Επενδύσεων	
3. Άλλα χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις	
4. Ασφαλιστικές Εταιρείες	
5. Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων και εταιρείες διαχείρισής τους	
6. Συνταξιοδοτικά Ταμεία και εταιρείες διαχείρισής τους	
7. Διαπραγματευτές σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και συναφών παραγώγων	
8. Τοπικές Επιχειρήσεις	
9. Άλλοι Θεσμικοί Επενδυτές	
10. Μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν δύο από τα ακόλουθα κριτήρια μεγέθους, σε βάση επί μέρους εταιρείας	
- σύνολο ισολογισμού	20.000.000 ευρώ

- καθαρός κύκλος εργασιών 40.000.000 ευρώ
- ίδια κεφάλαια 2.000.000 ευρώ
11. Εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις , δημόσιοι φορείς που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος , Κεντρικές Τράπεζες, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί όπως η Παγκόσμια Τράπεζα , το ΔΝΤ, η ΕΚΤ, ΕΤΕΠ και άλλοι παρόμοιοι διεθνείς οργανισμοί.
12. Άλλοι Θεσμικοί Επενδυτές των οποίων κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα , συμπεριλαμβανομένων οντοτήτων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού ή άλλες χρηματοδοτικές συναλλαγές.

Πίνακας 3⁴³

Ειδικότερη υποκατηγορία επαγγελματιών πελατών είναι, κατά την οδηγία 2004/39/ΕΚ⁴⁴, οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι (eligible counter parties), οι οποίοι στις συναλλαγές τους με επιχειρήσεις επενδύσεων δεν δικαιούνται, τουλάχιστον από την αρχή, της προστασίας που προσφέρουν οι κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας⁴⁵. Ωστόσο, το παραπάνω ισχύει μόνο προς όφελος επιχειρήσεων επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια να εκτελούν εντολές για λογαριασμό πελατών, να διαπραγματεύονται για ίδιο λογαριασμό ή να λαμβάνουν και να διαβιβάζουν εντολές σε άλλες επιχειρήσεις παροχής επενδύσεων. Με άλλα λόγια, δεν απαλλάσσονται από την τήρηση κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας οι επιχειρήσεις επενδύσεων, όταν παρέχουν σε επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους επενδυτικές συμβουλές ή πραγματοποιούν διαχείριση χαρτοφυλακίου.⁴⁶

⁴³ Παράρτημα ΙΙ, τμήμα 1 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ

⁴⁴ Άρθρο 24 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

⁴⁵ Σύμφωνα με τα άρθρα 19, 21, και 22 της οδηγίας MiFID (βλ. παράρτημα).

⁴⁶ Απόστολος Καραγκουνίδης , «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 2^ο .

Συμφώνα με την οδηγία MiFID, επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι θεωρούνται οι επιχειρήσεις επενδύσεων, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι ΟΣΕΚΑ και οι εταιρίες διαχείρισής τους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισής τους, τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις κοινοτικού δικαίου ή εθνικού δικαίου κράτους μέλους, οι επιχειρήσεις που εξαιρούνται από την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39ΕΚ σύμφωνα με το δεύτερο άρθρο, οι εθνικές κυβερνήσεις και τα αντίστοιχα γραφεία τους, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, οι κεντρικές τράπεζες και οι υπερεθνικοί οργανισμοί.(Πίνακας 4)⁴⁷

Κριτήρια κατηγοριοποίησης στην κατηγορία Επιλέξιμος Αντισυμβαλλόμενος βάσει τη φύση και το είδος δραστηριότητας του πελάτη
1. Ανώνυμες Επιχ/σεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
2. Πιστωτικά Ιδρύματα
3. Ασφαλιστικές εταιρίες
4. ΟΣΕΚΑ και εταιρίες διαχείρισης αυτών
5. Συνταξιοδοτικά Ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισης αυτών
6. Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου
7. Κεντρικές Τράπεζες
8. Υπερεθνικοί Οργανισμοί
9.Εθνικές κυβερνήσεις και αντίστοιχες υπηρεσίες τους συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος
10. Πρόσωπα των οποίων η κύρια δραστηριότητα συνίσταται στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογ/μό με αντικείμενο εμπορεύματα ή παράγωγα επί εμπορευμάτων και δεν αποτελούν μέρος χρηματοπιστωτικού ομίλου
11. Επιχ/σεις οι οποίες παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες που συνίσταται αποκλειστικά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογ/μο σε αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης ή δικαιωμάτων προαίρεσης επί χρηματοπιστωτικών μέσων ή

⁴⁷ Άρθρο 24, παράγραφος 2 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

άλλων παραγώγων και σε αγορές αξιών με μόνο σκοπό την αντιστάθμιση κινδύνων ή σε επιχειρήσεις που διενεργούν συν/γές για λογ/μό άλλων μελών των αγορών αυτών ή διαμορφώνουν τιμές για τα μέλη των αγορών αυτών, εφόσον καλύπτονται από την εγγύηση εκκαθαριστικών μελών των αγορών αυτών και την ευθύνη για τις συμβάσεις φέρουν τα εκκαθαριστικά μέρη των αγορών αυτών.

12. Αλλα χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις κοινοτικού δικαίου ή του δικαίου κράτους- μέλους.

Πίνακας 4

Βασικό κριτήριο για την ταξινόμηση μιας επιχείρησης στους επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους είναι η έννοια της επενδυτικής υπηρεσίας. Στις συναλλαγές τους με επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών δεν προσφέρουν επενδυτικές υπηρεσίες με την ουσιαστική του όρου έννοια, δηλαδή δεν εμφανίζονται ούτε ενεργούν έχοντας αποκλειστική πρόσβαση στο οικείο συναλλακτικό πεδίο ή προνομιακή γνώση του, αλλά συναλλάσσονται με τους πρώτους σε ισότιμη βάση και κατά κανόνα για ίδιο λογαριασμό. Συνεπώς δεν είναι ορθό να βαρύνονται με ειδικές υποχρεώσεις δεοντολογίας, καθώς οι αντισυμβαλλόμενοί τους έχουν ουσιαστικά την ίδια ακριβώς με αυτές συναλλακτική πείρα και γνώση.⁴⁸

Εφόσον ο αντισυμβαλλόμενος της επιχείρησης επενδύσεων δεν ανήκει σε μία κατηγορία από αυτές που περιγράφηκαν παραπάνω ή δεν διαθέτει μία από τις παραπάνω ιδιότητες, θεωρείται ιδιώτης επενδυτής και υποβάλλεται στο αντίστοιχο καθεστώς κανόνων δεοντολογίας.

Το νέο θεσμικό πλαίσιο επιτρέπει την «μετακίνηση» των πελατών μεταξύ των τριών κατηγοριών όταν τηρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

⁴⁸ Απόστολος Καραγκουνίδης , «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 2^ο .

Σύμφωνα με τη νέα ευρωπαϊκή οδηγία επιτρέπεται σε κάθε επιχείρηση επενδύσεων είτε με δική της πρωτοβουλία⁴⁹ είτε με αίτημα του ενδιαφερόμενου πελάτη :

α) να αντιμετωπίζει ως επαγγελματία πελάτη ή ως ιδιώτη πελάτη έναν πελάτη που διαφορετικά θα εντασσόταν στην κατηγορία των ex lege επιλέξιμων πελατών, και

β) να αντιμετωπίζει ως ιδιώτη πελάτη έναν πελάτη που θεωρείται ex lege επαγγελματία πελάτη.⁵⁰

Παράλληλα, τα κράτη μέλη μπορεί επίσης να επιτρέψουν σε μια επιχείρηση εφόσον αυτή υπάγεται σε μια κατηγορία πελατών που θεωρούνται επαγγελματίες πελάτες (σύμφωνα με τις παραγράφους 1,2,3 του τμήματος I του Παραρτήματος II της οδηγίας 2004/39/EK και εκτός των κατηγοριών που αναφέρονται ρητά στο άρθρο 24.2 της παραπάνω οδηγίας) να αντιμετωπιστεί ως επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος, καθώς και σε επιχειρήσεις υπαγόμενες σε κατηγορία πελατών που θεωρούνται επαγγελματίες σύμφωνα με το τμήμα II του Παραρτήματος II της οδηγίας 2004/39/EK να αναγνωριστούν ως επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι («δυνητικοί επιλέξιμοι πελάτες»)⁵¹. Οι διαμεσολαβητές, όταν διενεργούν συναλλαγές με επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους του ως άνω είδους, οφείλουν να λαμβάνουν από τον πελάτη ρητή επιβεβαίωση ότι δέχεται να αντιμετωπιστεί ως επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος.⁵²

⁴⁹ Σε περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων προτείνει με δική της πρωτοβουλία την μετακίνηση πελάτη από κατηγορία υψηλού επιπέδου προστασίας σε κατηγορία χαμηλότερου επιπέδου προστασίας, οφείλει να υπακούει στην γενική αρχή να ενεργεί με αμεροληψία, εντιμότητα, επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών της (άρθρο 19.1 της οδηγίας 2004/39/EK).

⁵⁰ Οδηγία 2006/73/EK άρθρο 28.3.

⁵¹ Παναγιώτης Σταϊκούρας, «Οι νέες προκλήσεις της Οδηγίας 2004/39/EK για τους διαμεσολαβητές επενδυτικών υπηρεσιών, την διαφάνεια των κεφαλαιαγορών και την λειτουργία των ρυθμιζόμενων αγορών», μελέτη, 2007.

⁵² Τα κράτη μέλη επιτρέπουν να λαμβάνεται η επιβεβαίωση αυτή με τη μορφή γενικής συμφωνίας είτε για κάθε μεμονωμένη συναλλαγή. Η έννοια της επιβεβαίωσης σημαίνει ότι απαιτείται θετική πράξη από την πλευρά του πελάτη (δεν αρκεί η συναγωγή τεκμηρίου εκ της

Το προαναφερθέν δικαίωμα ισχύει και αντιστρόφως για τους ιδιώτες πελάτες. Κάθε ιδιώτης πελάτης που επιθυμεί να παραιτηθεί από την προστασία των κανόνων δεοντολογίας⁵³ έχει το δικαίωμα να ζητήσει μεταχείριση επαγγελματία (ως προς τον τομέα της ικανότητας, πείρας και γνώσεων) για συγκεκριμένες υπηρεσίες, συναλλαγές ή προϊόντα. Στο σημείο αυτό υπάρχει το δίλλημα επιλογής του υψηλότερου επιπέδου προστασίας (αποδοχή της κατάταξης στην κατηγορία του ιδιώτη επενδυτή) ή της αποτελεσματικότερης ως προς το κόστος υπηρεσίας (αλλαγή κατηγορίας, μετακίνηση στην κατηγορία του επαγγελματία πελάτη). Ωστόσο, στην πραγματικότητα μόνο ελάχιστοι από τους ιδιώτες πελάτες έχουν την πείρα και την γνώση ώστε να σταθμίσουν τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, τα οποία σύμφωνα με την οδηγία 2004/39/EK προσφέρει κάθε κατηγορία στους επενδυτές. Συνεπώς, οι περισσότεροι ιδιώτες πελάτες δεν έχουν στην ουσία την επιλογή να ζητήσουν χαμηλότερο επίπεδο προστασίας.⁵⁴

Για να πραγματοποιηθεί, όμως, η μετακίνηση σε διαφορετική κατηγορία χρειάζεται να πληρούνται ορισμένες διαδικαστικές και ουσιαστικές προϋποθέσεις. Η παραίτηση, ειδικότερα, προϋποθέτει πάντοτε την εκδήλωση σχετικής επιθυμίας του ίδιου του επενδυτή, η οποία κλιμακώνεται ως εξής :

1^ο Ο πελάτης γνωστοποιεί γραπτώς στην επιχείρηση επενδύσεων την επιθυμία του να αντιμετωπισθεί ως επαγγελματίας είτε γενικά, είτε για μία συγκεκριμένη επενδυτική υπηρεσία ή συναλλαγή, είτε για ένα είδος συναλλαγών ή προϊόντων.

σιωπής του πελάτη ή της έλλειψης προβολής αντιρρήσεων εκ μέρους του).FSA, Implementing MiFID's Client Categorization Requirements (2006)

⁵³ Συγκεκριμένα προστασία σύμφωνα με τους κανόνες δεοντολογίας των άρθρων 19, 21 και 22 της οδηγίας MiFID.

⁵⁴ A Practitioner's Guide to MiFID, Matthew Elderfield, Financial Services Authority, First Edition, Chapter 3, Overview of Organizational and Conduct of Business Requirements, Rob Price.

2^ο Η επιχείρηση επενδύσεων αποστέλλει γραπτή προειδοποίηση, στην οποία διευκρινίζει σαφώς την προστασία και τα δικαιώματα αποζημίωσης που ο πελάτης ενδέχεται να απολέσει.

3^ο Ο πελάτης δηλώνει γραπτώς, σε έγγραφο χωριστό από τη σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που συνάπτει, ότι έχει επίγνωση των συνεπειών που επάγεται η απώλεια της οικείας προστασίας.⁵⁵

Τα διαδικαστικά αυτά εμπόδια αποσκοπούν να παράσχουν στον επενδυτή τον αναγκαίο χρόνο σκέψης σχετικά με την κρισιμότητα και τις συνέπειες της επιθυμίας του να καταταγεί στους επαγγελματίες.

Για την οριστική πάντως, κατάταξη ενός επενδυτή στο καθεστώς του επαγγελματία, η επιχείρηση επενδύσεων δεν δικαιούται να αρκεσθεί στις παραπάνω διαδικασίες, αλλά υποχρεούται να προχωρήσει σε «κατάλληλη αξιολόγηση της ικανότητας, της πείρας και των γνώσεων του πελάτη». Μέσω αυτής, η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να «πεισθεί σε εύλογο βαθμό ότι, λαμβανομένης υπόψη της φύσης των σχεδιαζόμενων συναλλαγών ή υπηρεσιών, ο πελάτης είναι ικανός να λάβει μόνος του επενδυτικές αποφάσεις και να κατανοήσει τους κινδύνους που αυτές ενέχουν».

Ως κριτήρια για την αξιολόγηση στους προαναφερθέντες τομείς μπορούν να χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις επενδύσεων τα κριτήρια καταλληλότητας που χρησιμοποιούνται στους διαχειριστές και στους διευθυντές εταιρειών που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας από αρμόδια αρχή. Στο παράρτημα της εργασίας παραθέτουμε το ερωτηματολόγιο το οποίο χρησιμοποιείται από το δίκτυο της «Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε.» προκειμένου να γίνει ποιοτική αξιολόγηση των ικανοτήτων του ιδιώτη πελάτη.⁵⁶

Όταν ο ιδιώτης πελάτης δεν είναι φυσικό πρόσωπο αλλά οντότητα-επιχείρηση, στην διαδικασία της ποιοτικής αξιολόγησης υποβάλλεται το πρόσωπο το οποίο είναι εξουσιοδοτημένο να διενεργεί συναλλαγές για

⁵⁵ Παράρτημα II, Τμήμα II.2 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

⁵⁶ Βλ. παράρτημα στο τέλος της εργασίας

λογαριασμό της επιχείρησης που εκπροσωπεί. Αν το πρόσωπο αυτό πάψει να έχει την εξουσιοδότηση να διενεργεί συναλλαγές για την επιχείρηση-ιδιώτη πελάτη, η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να επαναλάβει την διαδικασία αξιολόγησης της εμπειρίας και της γνώσης στο πρόσωπο που θα αντικαταστήσει τον προηγούμενο.⁵⁷

Η τελική κρίση της επιχείρησης επενδύσεων για την μετακίνηση από την κατηγορία του «ιδιώτη» στην κατηγορία του «επαγγελματία» πελάτη, ωστόσο εξαρτάται από τη συνδρομή και των παρακάτω ποσοτικών κριτηρίων και συγκεκριμένα πρέπει να πληρούνται δύο τουλάχιστον από αυτά :

- 1) ο να πελάτης πραγματοποίησε κατά μέσον όρο δέκα (10) συναλλαγές επαρκούς όγκου ανά τρίμηνο στη σχετική αγορά στη διάρκεια των τελευταίων τεσσάρων τριμήνων.
- 2) η αξία του χαρτοφυλακίου χρηματοπιστωτικών μέσων που αυτός διαθέτει , οριζόμενο ως καταθέσεις μετρητών συν χρηματοπιστωτικά μέσα , υπερβαίνει τα πεντακόσιες χιλιάδες ευρώ (€500.000,00).
- 3) να κατέχει ή κατείχε επί ένα έτος τουλάχιστον επαγγελματική θέση στο χρηματοπιστωτικό τομέα, η οποία απαιτεί γνώση των σχεδιαζόμενων συναλλαγών ή υπηρεσιών.⁵⁸

Αξίζει να σημειώσουμε ότι αν κάποιος πελάτης έχει ήδη ταξινομηθεί στο παρελθόν ως επαγγελματίας με κριτήρια και διαδικασίες ανάλογες με τις αναφερόμενες παραπάνω, η ταξινόμησή του αυτή διατηρείται και οι σχέσεις του με την εταιρία παροχής επενδύσεων δεν μπορούν να επηρεασθούν από νεότερους κανόνες ταξινόμησης.⁵⁹

Οι επιχειρήσεις πρέπει να ταξινομούν τους πελάτες με εσωτερικές επίσημες πολιτικές και διαδικασίες που έχουν διατυπωθεί εγγράφως . Οι επαγγελματίες πελάτες οφείλουν να γνωστοποιούν στην επιχείρηση κάθε

⁵⁷ Παράρτημα ΙΙ, τμήμα ΙΙ.2 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ, και ν. 3606/2007 άρθρο 7.2.

⁵⁸ Παράρτημα ΙΙ, Τμήμα ΙΙ.1 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

⁵⁹ Παράρτημα ΙΙ, Τμήμα ΙΙ.1 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

μεταβολή που μπορεί να επηρεάσει την ταξινόμησή τους. Εάν η επιχείρηση επενδύσεων διαπιστώσει ότι ένας πελάτης δεν πληροί πλέον τους όρους βάσει των οποίων αντιμετωπίστηκε ως επαγγελματίας πελάτης, λαμβάνει κατάλληλα μέτρα.

1.3 Υπάρχουν διακριτικά όρια ανάμεσα στις τρεις κατηγορίες επενδυτών;

Οι κατηγορίες των επενδυτών που αναφέρθηκαν πιο πάνω θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως «γενικές», αφού σχεδιάστηκαν για να περιλαμβάνουν μεγάλο αριθμό περιπτώσεων. Στην πράξη υπάρχουν διάφοροι τύποι επενδυτών, οι οποίοι μπορεί να ταξινομηθούν στην ίδια κατηγορία σύμφωνα με τους κανόνες που προστάζει η νέα οδηγία.

Σύμφωνα με την αγγλοσαξονική αντίληψη⁶⁰, ο επενδυτής είναι συμμετοχος σε μία αγορά – κεφαλαιαγορά, από την οποία προσδοκά να αποκομίσει κέρδη πουλώντας τα χρηματοπιστωτικά του μέσα σε τιμή υψηλότερη από την τιμή κτήσης τους. Κατά την κεντροευρωπαϊκή αντίληψη⁶¹, ο επενδυτής είναι κατά τεκμήριο το μέλος μιας σωματειακά συγκροτημένης ένωσης προσώπων, ο οποίος, προσφέροντας το πλεονασματικό του κεφάλαιο, προσδοκά πρωτίστως κέρδη από μερίσματα με σκοπό την κατανάλωση. Συνεπώς, ο πρώτος χρειάζεται προστασία με μέτρα τα οποία αποσκοπούν στην άμβλυση της ασυμμετρίας πληροφόρησης που τον απειλεί στην αγορά και στην αντιμετώπιση του κινδύνου να γίνει αντικείμενο ανέντιμης μεταχείρισης από τους καλύτερα πληροφορημένους επαγγελματίες της αγοράς. Αντίθετα, ο δεύτερος πρέπει να προστατευτεί με μέτρα ενίσχυσης

⁶⁰ Η οποία ανέδειξε πολύ νωρίτερα τον επενδυτή ως αυτοτελή εμπειρικό και νομικό τύπο, χωριστό από το μέτοχο.

⁶¹ Και ιδίως σύμφωνα με την γερμανική αντίληψη.

των ενδοεταιρικών υποχρεώσεων⁶² των ισχυρότερων μετόχων και διοικητών της εταιρίας.⁶³

Ωστόσο, η ενδυνάμωση των διεθνών αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων σε βάρος των παραδοσιακών πιστωτικών εργασιών των τραπεζών ώθησαν και τους νομοθέτες να ενισχύσουν την προστασία των επενδυτών ως παραγόντων της κεφαλαιαγοράς έναντι της προστασίας που τους προσφέρει το εταιρικό δίκαιο με βάση την εταιρική τους συμμετοχή. Έτσι εξηγείται ίσως στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η έντονη νομοθετική παραγωγή των τελευταίων ετών προς την κατεύθυνση της λήψης μέτρων για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων⁶⁴.

Κάθε κάτοχος χρηματοπιστωτικών μέσων δεν εκτίθεται σε ίδιους κινδύνους και συνακόλουθα δεν χρήζει του ίδιου επιπέδου προστασίας. Η πραγματικότητα των σύγχρονων κεφαλαιαγορών κυριαρχείται από την συνύπαρξη των δύο βασικών τύπων επενδυτών. Ωστόσο, η διάκριση μεταξύ των δύο τύπων δεν είναι πάντοτε ευχερής.

Αξίζει να προσθέσουμε ότι ως ιδιώτες επενδυτές αντιμετωπίζονται ακόμη και όσοι προσφεύγουν συστηματικά στην κεφαλαιαγορά με σκοπό τον βιοπορισμό, εφόσον φυσικά πραγματοποιούν συναλλαγές για ίδιο όφελος και δεν προσφέρουν κατά επάγγελμα τις υπηρεσίες τους σε τρίτους. Η πυκνότητα, η συχνότητα και το μεγάλο ύψος των συναλλαγών που πραγματοποιούν μπορούν προοδευτικά να αυξήσουν την εξοικείωσή τους με τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, να αποτελέσουν την βάση για την καλύτερη κατανόηση των κινδύνων της και να επιτρέψουν έτσι την αποτελεσματικότερη αυτοπροστασία τους. Η συστηματική προσφυγή ενός επενδυτή στην κεφαλαιαγορά δεν αποτελεί κριτήριο για την αλλαγή κατηγορίας του, από την κατηγορία του ιδιώτη σε εκείνη του επαγγελματία. Παράλληλα, ένας επενδυτής που εμφανίζει σταθερή τάση στην πραγματοποίηση συναλλαγών,

⁶² Λ.χ. δικαιώματα μειοψηφίας, υποχρεώσεις εταιρικής διακυβέρνησης κ.ά.

⁶³ Καραγκουνίδης Απόστολος, «Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, (2008), κεφ.2^ο.

εκμεταλλεούμενος τις μεγάλες διακυμάνσεις της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων, με τη μικρότερη δυνατή δέσμευση κεφαλαίου, δεν είναι δυνατό να θεωρηθεί εκ των προτέρων επαγγελματίας.⁶⁵

Ακόμα, σημαντικός είναι και ο διαχωρισμός των επενδυτών που πραγματοποιούν συστηματικά κερδοσκοπικές συναλλαγές (traders) και εκείνων που διενεργούν συναλλαγές αντιστάθμισης κινδύνου (hedgers). Και στις δύο περιπτώσεις γίνονται συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλού κινδύνου (ιδίως παραγώγων), τα οποία στην πρώτη περίπτωση υπόσχονται υπέρμετρες αποδόσεις ενώ στη δεύτερη υπόσχονται το ίδιο με απώτερο στόχο το λεγόμενο κλείσιμο των «ανοικτών θέσεων», δηλαδή την εξουδετέρωση του κινδύνου απωλειών⁶⁶. Ωστόσο οι παραπάνω επενδυτές δεν μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως «επαγγελματίες πελάτες» χωρίς να έχει διαπιστωθεί από την επιχείρηση επενδύσεων, η πείρα και η κατανόηση των επικείμενων κινδύνων που οι συναλλαγές αυτές ενέχουν.

Επομένως, η κατηγορία του επαγγελματία επενδυτή περιλαμβάνει τις διάφορων ειδών επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα (που παρέχουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες στο κοινό), καθώς και δημόσιους φορείς και οργανισμούς, εθνικούς και διεθνείς, που λόγω των αρμοδιοτήτων και του αντικειμένου της δραστηριότητάς τους παρουσιάζουν μεγάλη εξοικείωση με τους κινδύνους της κεφαλαιαγοράς. Στην ίδια κατηγορία κατατάσσονται ακόμα και φυσικά πρόσωπα που όχι μόνο προσφεύγουν συστηματικά στη κεφαλαιαγορά με σκοπό τον βιοπορισμό ή τη διαρκή κερδοσκοπία, αλλά είναι αποδεδειγμένα γνώστες των κινδύνων, των ιδιοτεροτήτων και των «μυστικών» της κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα να εμφανίζονται ελάχιστα εξαρτημένοι από τις υπηρεσίες των επαγγελματιών αυτής.⁶⁷

⁶⁵ - ⁶⁶ Καραγκουνίδης Απόστολος, «Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκοι, (2008), κεφ. 2^ο.

Θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι ο συνεχώς μεταβαλλόμενος χώρος των κεφαλαιαγορών και η δομική ασυμμετρία πληροφόρησης που τις χαρακτηρίζει καθιστά δύσκολη την ύπαρξη διακριτικών ορίων ανάμεσα στους διάφορους τύπους επενδυτών. Κάθε πελάτης – επενδυτής, ακόμη και αν διαθέτει υψηλή εξειδίκευση, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να υποστεί τις δυσμενείς συνέπειες της ασύμμετρης πληροφόρησης. Αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος που η οδηγία MiFID προβλέπει την δυνατότητα μετακίνησης των επενδυτών μεταξύ των τριών κατηγοριών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

«ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΕΛΑΤΩΝ»

2.1 Γενικά για την πληροφόρηση

Βάση για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων αποτελεί η πληροφόρηση των επενδυτών. Οι πληροφορίες διακινούνται ελεύθερα στην κεφαλαιαγορά. Ωστόσο η ύπαρξη του φαινομένου της ασυμμετρίας της πληροφόρησης ώθησε τους νομοθέτες σε δημιουργία προστατευτικού πλαισίου προς όφελος των επενδυτών. Αποτέλεσμα των μέτρων προστασίας είναι η αποτελεσματική κατανομή των χρηματοπιστωτικών πόρων και των επενδύσεων.

Καθοριστικό ρόλο στην όξυνση του φαινομένου της πληροφοριακής ασυμμετρίας διαδραματίζουν κατά κανόνα οι επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα. Μία από τις δραστηριότητες τους είναι η συλλογή, η επεξεργασία και το φιλτράρισμα των διαθέσιμων πληροφοριών της κεφαλαιαγοράς, και τέλος η παροχή τους στους δυνητικούς επενδυτές .

Οι επενδυτές έχουν ανάγκη από πληροφόρηση, και πριν αλλά και κατά την διάρκεια της επένδυσής τους. Συγκεκριμένα κατά την εκτέλεση των εντολών τους, οι επενδυτές επιθυμούν μέσω της πληροφόρησης να διαμορφώσουν την απόφασή τους σχετικά με τους όρους εκτέλεσης των εντολών.⁶⁸ Επίσης, η πληροφόρηση ενισχύει την προστασία τους, αφού κατανοούν τους κάθε είδους κινδύνους που ενέχουν οι διάφοροι τύποι επενδύσεων.

Συνεπώς, οι επιχειρήσεις επενδύσεων βοηθούν τους επενδυτές να αποφύγουν την επίπονη και δαπανηρή διαδικασία της συλλογής και

⁶⁸ Για παράδειγμα επιλογή της αγοράς , της τιμής, του χρόνου εκτέλεσης.

επεξεργασίας των χρηματοοικονομικών πληροφοριών με σκοπό τη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης σύμφωνης με τις ανάγκες και τις προσδοκίες του.

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων υποχρεούνται στην παροχή «σαφών», «ακριβών» και «μη παραπλανητικών» πληροφοριών. Η αρχή αυτή ισχύει τόσο για το περιεχόμενο της πληροφόρησης όσο και για τον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται στον επενδυτή. Ο σκοπός της πληροφόρησης είναι να περιέλθουν οι πελάτες της επιχείρησης σε τέτοια θέση, «ώστε να είναι ευλόγως σε θέση να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής υπηρεσίας και του συγκεκριμένου τύπου του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου και ως εκ τούτου να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις εν επί γνώσει». ⁶⁹

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων επιτρέπεται να παραλείψουν ορισμένες από τις παραπάνω πληροφορίες, κρίνοντας, ανάλογα με το επίπεδο των γνώσεων, της εμπειρίας, και της ιδιότητας του συγκεκριμένου πελάτη ως ιδιώτη ή επαγγελματία.

Θα ήταν παράλειψη να μην αναφέρουμε την γενική αρχή δεοντολογίας που εισάγεται με την νέα ευρωπαϊκή οδηγία, σύμφωνα με την οποία κάθε επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να ενεργεί κατά την παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σε πελάτες με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών της.

2.2 Υποχρέωση παροχής πληροφόρησης

Η νέα οδηγία επιβάλλει την παροχή μίας ελάχιστης δέσμης πληροφοριών – κατάλληλη πληροφόρηση ⁷⁰, σε ολόκληρο το φάσμα των επενδυτικών υπηρεσιών συμπεριλαμβανομένης και της υπηρεσίας επενδυτικών συμβουλών. Η εν λόγω πληροφόρηση αφορά:

⁶⁹ Άρθρο 19 παράγραφος 3 της οδηγίας 2004/39/EK.

⁷⁰ Άρθρο 19.3, Οδηγία 2004/39/EK και άρθρα 28-34 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK

1. την ίδια την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες που εκείνη προσφέρει,
2. τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες από αυτήν επενδυτικές στρατηγικές,
3. τους τρόπους εκτέλεσης των εντολών,
4. το κόστος και τις παρεπόμενες επιβαρύνσεις.

Στο στάδιο αυτό, μάλιστα, πρέπει να πληροφορηθεί ο πελάτης και την ταξινόμησή του ως ιδιώτη ή επαγγελματία επενδυτή και το δικαίωμα μετακίνησης του σε άλλη κατηγορία.⁷¹

Η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να παρέχει στους ιδιώτες επενδυτές, σε εύθετο χρόνο, είτε πριν από τη σύναψη σύμβασης παροχής επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών, είτε πριν από την παροχή σε αυτούς των υπηρεσιών αυτών, όποιο από τα ανωτέρω προηγείται χρονικά, τους όρους της σύμβασης (η οποία περιέχει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των δύο μερών) και τις πληροφορίες που αφορούν τις εν λόγω επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες. Σε εύθετο πάλι χρόνο οι επιχειρήσεις επενδύσεων υποχρεούνται να γνωστοποιούν στους πελάτες κάθε ουσιώδη μεταβολή των πληροφοριών που τους έχουν παράσχει⁷².

Επίσης, η παρεχόμενη από τις επιχειρήσεις επενδύσεων πληροφόρηση στους πελάτες ή δυνητικούς πελάτες οφείλει να είναι κατάλληλη και να παρέχεται σε κατανοητή μορφή ώστε οι τελευταίοι να είναι ευλόγως σε θέση να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής ή παρεπόμενης υπηρεσίας και της συγκεκριμένης κατηγορίας του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου και ως εκ τούτου να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις στη βάση αντικειμενικής πληροφόρησης.

Η πληροφόρηση θα πρέπει να είναι ακριβής⁷³. Με άλλα λόγια θα πρέπει να επισημαίνονται τα δυνητικά οφέλη από μία επενδυτική στρατηγική αλλά να

⁷¹ Περίπτωση μερικής παραίτησης από τους κανόνες δεοντολογίας – Παράρτημα II,2004/39/EK

⁷² Άρθρο 28 παράγραφος 2 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

⁷³ - ⁶⁸ Άρθρο 19 παράγραφος 2 της οδηγίας 2004/39/EK.

δίνεται και έμφαση στους σχετικούς κινδύνους που πιθανώς ενέχει η συγκεκριμένη επένδυση.

Ταυτόχρονα, η πληροφόρηση πρέπει να είναι επαρκής⁷⁴ και να παρουσιάζεται με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι κατανοητή από το μέσο μέλος της ομάδας των προσώπων στην οποία απευθύνεται. Παράλληλα, δεν πρέπει οι επιχειρήσεις επενδύσεων να αποκρύπτουν, υποβαθμίζουν ή να συγκαλύπτουν στοιχεία, δηλώσεις ή προειδοποιήσεις⁷⁵.

2.2.1 Πληροφόρηση σχετικά με σύγκριση επενδυτικών υπηρεσιών ή χρηματοπιστωτικών μέσων, παρουσίαση ενδείξεων προηγούμενων επιδόσεων αλλά και μελλοντικών επιδόσεων

Όταν η πληροφόρηση συγκρίνει επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες, χρηματοπιστωτικά μέσα ή πρόσωπα που παρέχουν επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες, πρέπει⁷⁶ :

- η σύγκριση να είναι εύλογη και να παρουσιάζεται με ακριβοδίκαιο τρόπο,
- να προσδιορίζονται οι πηγές της πληροφόρησης που χρησιμοποιούνται για την σύγκριση, και
- να αναφέρονται τα βασικά στοιχεία και παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν για τη σύγκριση.

Όταν η πληροφόρηση περιλαμβάνει ένδειξη προηγούμενων επιδόσεων ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, ενός χρηματοοικονομικού δείκτη ή μιας επενδυτικής υπηρεσίας⁷⁷ :

⁷⁵ Άρθρο 27 παράγραφος 2 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

⁷⁶ Άρθρο 27 παράγραφος 3 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK (σμφωνα με το άρθρο 5 της εκτελεστικής απόφασης 1/452/1.11.2007 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την εφαρμογή της οδηγίας MiFID)

⁷⁷ Άρθρο 27 παράγραφος 4 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK>

- ü η ένδειξη αυτή δεν πρέπει να αποτελεί το προεξέχον στοιχείο της σχετικής ανακοίνωσης,
- ü η πληροφόρηση πρέπει να περιλαμβάνει κατάλληλες πληροφορίες για τις επιδόσεις κατά την αμέσως προηγούμενη πενταετία ή , εάν είναι μικρότερο των πέντε ετών , για όλο το χρονικό διάστημα για το οποίο είτε ήταν διαθέσιμο το χρηματοπιστωτικό μέσο, είτε καταρτίστηκε ο δείκτης , είτε παρασχέθηκε η επενδυτική υπηρεσία , ή για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που αποφασίζει η επιχείρηση. Σε κάθε περίπτωση, οι πληροφορίες για τις επιδόσεις αφορούν πλήρεις δωδεκάμηνες περιόδους,
- ü η περίοδος αναφοράς και η πηγή των πληροφοριών πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια ,
- ü η πληροφόρηση πρέπει να περιέχει εμφανή προειδοποίηση ότι τα αριθμητικά στοιχεία αφορούν το παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών αποτελεσμάτων,
- ü εάν η ένδειξη βασίζεται σε αριθμητικά στοιχεία εκφρασμένα σε νόμισμα διαφορετικό από εκείνο του κράτους – μέλους στο οποίο είναι εγκατεστημένος ο ιδιώτης πελάτης, πρέπει να αναφέρεται με σαφήνεια το σχετικό νόμισμα και να περιλαμβάνεται προειδοποίηση ότι η απόδοση ενδέχεται να αυξηθεί ή μειωθεί ως αποτέλεσμα συναλλαγματικών διακυμάνσεων, και
- ü εάν η ένδειξη βασίζεται σε μεικτή απόδοση, πρέπει να γνωστοποιούνται αναλυτικά οι επιβαρύνσεις από προμήθειες, αμοιβές ή άλλες χρεώσεις.

Όταν η πληροφόρηση περιλαμβάνει πληροφοριακά στοιχεία σχετικά με μελλοντικές επιδόσεις⁷⁸:

- ü δεν πρέπει να βασίζεται ή να αναφέρεται σε προσομοίωση παρελθουσών επιδόσεων, αλλά αντίθετα, πρέπει να βασίζεται

⁷⁸⁷⁸ Άρθρο 27 παράγραφος 6 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

σε εύλογες παραδοχές που μπορούν να τεκμηριωθούν με αντικειμενικά δεδομένα,

ü πρέπει να περιλαμβάνει εμφανή προειδοποίηση ότι οι προβλέψεις αυτές δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων, και

ü σε περίπτωση που η πληροφόρηση βασίζεται σε μεικτή απόδοση, πρέπει να γνωστοποιούνται αναλυτικά οι επιβαρύνσεις από προμήθειες, αμοιβές ή άλλες χρεώσεις.

2.2.2 Πληροφόρηση για την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες που παρέχει:

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν ακόμα να παρέχουν στους ιδιώτες πελάτες (λόγω της παροχής υψηλής προστασίας), τις ακόλουθες πληροφορίες⁷⁹ :

- i) την επωνυμία, την διεύθυνση της ΕΠΕΥ, καθώς και τα στοιχεία επικοινωνίας της ΕΠΕΥ, ώστε οι πελάτες να μπορούν να επικοινωνούν αποτελεσματικά με αυτή,
- ii) τη γλώσσα, στην οποία ο πελάτης μπορεί να επικοινωνεί με την ΕΠΕΥ και στην οποία είναι διατυπωμένα τα έγγραφα και οι λοιπές πληροφορίες που παρέχει η ΕΠΕΥ,
- iii) τους τρόπους επικοινωνίας που πρέπει να χρησιμοποιούνται μεταξύ της ΕΠΕΥ και του πελάτη, περιλαμβανομένων, κατά περίπτωση, του τρόπου για την αποστολή και τη λήψη εντολών,
- iv) δήλωση που πιστοποιεί ότι η ΕΠΕΥ έχει λάβει άδεια λειτουργίας καθώς και αναφορά της επωνυμίας και των στοιχείων επικοινωνίας της αρμόδιας αρχής που την αδειοδότησε,
- v) εάν η επιχείρηση ενεργεί μέσω συνδεδεμένου αντιπροσώπου, δήλωση περί αυτού στην οποία να προσδιορίζεται και το κράτος –

⁷⁹ Άρθρο 30 παράγραφος 1 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ (σύμφωνα με το άρθρο 7, της απόφασης 1/452/1.1.2007 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς).

μέλος στο οποίο είναι εγγεγραμμένος ο συγκεκριμένος αντιπρόσωπος,

- vi) τη φύση, τη συχνότητα και το χρόνο υποβολής των αναφορών (σύμφωνα με το άρθρο 25.8 του ν.3606/2007), σχετικά με το αποτέλεσμα της παρεχόμενης από την ΕΠΕΥ υπηρεσίας προς τον πελάτη,
- vii) εάν η ΕΠΕΥ κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα ή κεφάλαια του πελάτη, συνοπτική περιγραφή των μέτρων που λαμβάνει για να διασφαλίσει την προστασία τους, καθώς και συνοπτικά στοιχεία σχετικά με το καθεστώς προστασίας επενδυτών ή εγγύησης καταθέσεων, στο οποίο υπόκειται, και
- viii) περιγραφή, η οποία μπορεί να παρασχεθεί σε συνοπτική μορφή, της πολιτικής που εφαρμόζει η ΕΠΕΥ σχετικά με τον χειρισμό της σύγκρουσης συμφερόντων. Η ΕΠΕΥ, αν της ζητηθεί από τον πελάτη πρέπει να παρέχει και επιπλέον πρόσθετες λεπτομέρειες όσον αφορά την πολιτική που εφαρμόζει, μέσω σταθερού μέσου ή μέσω διαδικτύου.⁸⁰

⁸⁰ Ως σταθερό μέσο νοείται κάθε μέσο που επιτρέπει σε έναν πελάτη να αποθηκεύει στοιχεία πληροφόρησης που απευθύνονται προσωπικά σε αυτόν, κατά τρόπο προσβάσιμο για μελλοντική αναφορά και για επαρκές χρονικό διάστημα κάθε φορά ώστε να εξυπηρετεί τους σκοπούς της πληροφόρησης αυτής και το οποίο επιτρέπει την ακριβή αναπαραγωγή των αποθηκευμένων στοιχείων πληροφόρησης.

Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με το άρθρο 3 της απόφασης 1/452/1.1.2007 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στις περιπτώσεις που απαιτείται η παροχή πληροφοριών μέσω σταθερού μέσου, η ΕΠΕΥ μπορεί να χρησιμοποιήσει σταθερό μέσο εκτός από το έγχαρτο μόνο εφόσον το μέσο αυτό είναι το κατάλληλο για την παροχή των πληροφοριών στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων, οι οποίες πραγματοποιούνται ή πρόκειται να πραγματοποιηθούν μεταξύ της ΕΠΕΥ και του πελάτη, ή το πρόσωπο, στο οποίο παρέχονται οι πληροφορίες επιλέγει ρητά την παροχή πληροφοριών μέσω άλλου μέσου πλην του έγχαρτου, στην περίπτωση που του παρέχεται η δυνατότητα πληροφόρησης μέσω εναλλακτικού μέσου.

Ένας εναλλακτικός τρόπος πληροφόρησης αποτελεί η χρήση του διαδικτύου. Ωστόσο, θεωρείται κατάλληλος τρόπος παροχής πληροφόρησης μόνο όταν υπάρχουν επαρκείς ενδείξεις (ύπαρξη ηλεκτρονικής διεύθυνσης του πελάτη) ότι ο πελάτης έχει τακτική πρόσβαση στο διαδίκτυο και υπάρχει η ρητή του συναίνεση για ηλεκτρονική επικοινωνία. Η

Σε περίπτωση που ένας επενδυτής έχει ζητήσει από μία επιχείρηση επενδύσεων να διαχειριστεί το χαρτοφυλάκιό του, η πληροφόρηση που αναμένεται να λάβει περιλαμβάνει στοιχεία σχετικά με τη μέθοδο και τη συχνότητα αποτίμησης των χρηματοπιστωτικών μέσων του χαρτοφυλακίου του. Επιπλέον, του δίνονται πληροφορίες λεπτομερείς σχετικά με οποιαδήποτε ανάθεση για διαχείριση κατά διακριτική ευχέρεια, που αφορά στο σύνολο ή σε μέρος των χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων που υπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο του πελάτη⁸¹.

Ακόμα για το ίδιο είδος επενδυτικής υπηρεσίας, οφείλουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων να προσδιορίζουν τον δείκτη αναφοράς, με τον οποίο μπορεί να συγκριθεί η απόδοση του χαρτοφυλακίου του επενδυτή. Παράλληλα, γίνονται γνωστά στον επενδυτή τα είδη των χρηματοπιστωτικών μέσων που μπορούν να συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο του, καθώς και τα είδη των συναλλαγών που μπορεί να διενεργηθούν επί αυτών, περιλαμβανομένων οποιωνδήποτε ορίων. Επίσης, κατά την άσκηση διακριτικής διαχείρισης πρέπει να δίνονται πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τους διαχειριστικούς στόχους, το επίπεδο κινδύνου καθώς και κάθε ειδικό περιορισμό που αφορά διαχείριση κατά διακριτική ευχέρεια⁸².

Αξίζει να σημειώσουμε ότι η επιχείρηση επενδύσεων, που παρέχει σε πελάτη της την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, πρέπει να υιοθετεί κατάλληλη μέθοδο αξιολόγησης και σύγκρισης, η οποία πρέπει κατά κανόνα να βασίζεται στους επενδυτικούς στόχους του συγκεκριμένου πελάτη, καθώς και στα είδη των χρηματοπιστωτικών μέσων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του, προκειμένου ο πελάτης μόνος του να μπορεί να κάνει αξιολόγηση της ποιότητας της διαχείρισης χαρτοφυλακίου της

ΕΠΕΥ θα πρέπει να κοινοποιεί ηλεκτρονικά στον πελάτη την διεύθυνση του διαδικτυακού τόπου και το σημείο του διαδικτυακού τόπου στο οποίο είναι προσβάσιμες οι πληροφορίες. Οι πληροφορίες πρέπει να είναι επικαιροποιημένες και προσβάσιμες σε συνεχή βάση και για εύλογο χρονικό διάστημα.

⁸¹ Άρθρο 30 παράγραφος 2 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ.

⁸² Άρθρο 30 παράγραφος 3 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ.

επιχείρησης επενδύσεων. Για παράδειγμα, η αξιολόγηση και σύγκριση μπορεί να συνίσταται στη χρήση δείκτη αναφοράς.

2.2.3 Πληροφόρηση για τα χρηματοπιστωτικά μέσα

Ο επενδυτής πρέπει να λαμβάνει πληροφορίες που να εξηγούν τη φύση και τους κινδύνους των χρηματοπιστωτικών μέσων, ανάλογα με την κατηγορία στην οποία έχει ταξινομηθεί (ιδιώτης, επαγγελματίας ή επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος). Οι παραπάνω πληροφορίες πρέπει να εξηγούν την φύση του χρηματοπιστωτικού μέσου και τους ειδικούς κινδύνους που αυτό ενέχει, με επαρκείς λεπτομέρειες, ώστε ο πελάτης να μπορεί να λαμβάνει τεκμηριωμένες επενδυτικές αποφάσεις⁸³.

Σχετικά με την περιγραφή των κινδύνων, η πληροφόρηση πρέπει να περιλαμβάνει ανάλογα με το είδος του χρηματοπιστωτικού μέσου, την κατηγορία και το επίπεδο γνώσης του επενδυτή, τα παρακάτω⁸⁴:

- ü Τους κινδύνους που σχετίζονται με τα χρηματοπιστωτικά μέσα της συγκεκριμένης κατηγορίας, επεξηγώντας τη μόχλευση που παρέχει και τις συνέπειες της, καθώς και τον κίνδυνο απώλειας του συνόλου της επένδυσης .
- ü Τη μεταβλητότητα της τιμής των χρηματοπιστωτικών μέσων καθώς και οποιουσδήποτε υφιστάμενους στην αγορά, στην οποία τα μέσα αυτά αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, περιορισμούς .
- ü Το γεγονός ότι ο επενδυτής εκτός από το κόστος απόκτησης των χρηματοπιστωτικών μέσων, υπάρχει πιθανότητα να αναλάβει, ως αποτέλεσμα συναλλαγών επί των συγκεκριμένων μέσων, οικονομικές δεσμεύσεις και άλλες πρόσθετες υποχρεώσεις, περιλαμβανομένων ενδεχόμενων υποχρεώσεων.
- ü Κάθε απαίτηση περιθωρίου ασφάλισης ή παρόμοια υποχρέωση που απαιτείται για τη διενέργεια συναλλαγών επί των συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών μέσων.

⁸³ Άρθρο 19 παράγραφος 3 της οδηγίας 2004/39/EK.

⁸⁴ Άρθρο 31 παράγραφος 1 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73.

Όταν η επιχείρηση επενδύσεων παρέχει πληροφορίες σε ιδιώτη πελάτη σχετικά με ένα χρηματοπιστωτικό μέσο που αποτελεί αντικείμενο δημόσιας προσφοράς, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη και για την οποία έχει εκδοθεί ενημερωτικό δελτίο, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου (ν. 2003/71/ΕΚ), ενημερώνει τον δυνητικό πελάτη σχετικά με το σημείο που διατίθεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό το συγκεκριμένο ενημερωτικό δελτίο⁸⁵.

Ακόμα, αν ένα χρηματοπιστωτικό μέσο αποτελείται από ένα ή περισσότερα διαφορετικά μέσα ή υπηρεσίες και υπάρχει πιθανότητα οι κίνδυνοι, οι οποίοι συνδέονται με το συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο, να είναι μεγαλύτεροι από τους κινδύνους που συνδέονται με κάθε μία από τις συνιστώσες του, η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να παρέχει επαρκή περιγραφή των συνιστωσών του συγκεκριμένου μέσου όπως επίσης και του τρόπου με τον οποίο η αλληλεπίδρασή τους αυξάνει τους κινδύνους.

Η ενσωμάτωση εγγύησης τρίτου στα χρηματοπιστωτικά μέσα, δημιουργεί την ανάγκη περαιτέρω πληροφόρησης του επενδυτή σχετικά με την εγγύηση αυτή και τον εγγυητή. Η επιχείρηση επενδύσεων είναι υποχρεωμένη να χορηγήσει τις παραπάνω πληροφορίες στον δυνητικό πελάτη, ώστε ο τελευταίος να είναι σε θέση να προβεί σε αξιολόγηση της εγγύησης⁸⁶.

2.2.4 Πληροφόρηση για τη φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων

Όταν η επιχείρηση επενδύσεων κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα ή κεφάλαια πελατών της, θα πρέπει να ενημερώνει τους τελευταίους, στην περίπτωση που τα μέσα αυτά κατέχονται από τρίτο για λογαριασμό της επιχείρησης επενδύσεων. Επίσης, θα πρέπει να τους ενημερώνει και για την ευθύνη, που έχει η επιχείρηση επενδύσεων, για πιθανές πράξεις ή παραλείψεις του τρίτου αλλά και για τις συνέπειες για τον πελάτη από τυχόν αφερεγγυότητα του τρίτου⁸⁷.

⁸⁵ Άρθρο 31 παράγραφος 3 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ.

⁸⁶ Άρθρο 31 παράγραφος 5 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ.

⁸⁷ Άρθρο 32 παράγραφος 1 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73 /ΕΚ.

Στην περίπτωση που χρηματοπιστωτικά μέσα πελάτη της επιχείρησης επενδύσεων κατέχονται από τρίτο σε συλλογικό λογαριασμό, θα πρέπει πάλι η επιχείρηση επενδύσεων να ενημερώνει τους πελάτες με σαφήνεια για τους κινδύνους που το παραπάνω γεγονός συνεπάγεται.⁸⁸

Ακόμα, εάν δεν είναι δυνατό να προσδιορίζονται ειδικά τα χρηματοπιστωτικά μέσα του πελάτη, τα οποία κατέχει τρίτος από τα χρηματοπιστωτικά μέσα του τρίτου ή της ίδιας της επιχείρησης επενδύσεων, η τελευταία πρέπει να ενημερώνει και πάλι τον επενδυτή για τους κινδύνους που αυτό ενέχει.

Ο επενδυτής θα πρέπει να ενημερώνεται για την ύπαρξη και τους όρους εμπράγματος ασφάλειας ή βάρους που έχει ή μπορεί να αποκτήσει η επιχείρηση επενδύσεων επί των χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων του επενδυτή. Θα πρέπει επίσης, να πληροφορείται σχετικά με δικαίωμα συμψηφισμού που έχει σε σχέση με χρηματοπιστωτικά μέσα ή κεφάλαια του πελάτη.⁸⁹

Η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να δίνει πληροφορίες σχετικά με δικαίωμα εμπράγματος ασφάλειας, βάρους, ή δικαίωμα συμψηφισμού επί χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων του πελάτη, που μπορεί να έχει ο θεματοφύλακας.

Τέλος, σε εύθετο χρόνο, η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να παρέχει μέσο σταθερού μέσου σαφή, πλήρη και ακριβή πληροφόρηση για τις υποχρεώσεις και τις ευθύνες της σχετικά με την χρησιμοποίηση των χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων του επενδυτή. Παράλληλα, θα πρέπει να δίνονται και πληροφορίες για τους όρους επιστροφής των χρηματοπιστωτικών μέσων αλλά και για τους ενδεχομένους κινδύνους.⁹⁰

⁸⁸ Άρθρο 32 παράγραφος 2 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

⁸⁹ Άρθρο 32 παράγραφος 6 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

⁹⁰ Άρθρο 32 παράγραφος 7 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

2.2.5 Πληροφόρηση σχετικά με το κόστος και τις σχετικές παρεπόμενες επιβαρύνσεις

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να παρέχουν στους επενδυτές πληροφορίες σχετικές με το κόστος και τις συναφείς χρεώσεις, αναφέροντας⁹¹:

- ü τη συνολική τιμή που θα καταβληθεί από τον πελάτη σε σχέση με το χρηματοπιστωτικό μέσο ή την επενδυτική ή παρεπόμενη υπηρεσία, περιλαμβανομένων όλων των συναφών αμοιβών, προμηθειών, εξόδων και δαπανών, καθώς και όλων των φόρων που καταβάλλονται μέσω της ΕΠΕΥ ή , εάν δεν είναι δυνατόν να προσδιορισθεί επακριβώς η τιμή, τη βάση υπολογισμού της συνολικής τιμής, ούτως ώστε ο πελάτης να είναι σε θέση να την επιβεβαιώσει,
- ü τον τρόπο καταβολής ή άλλες διατυπώσεις,
- ü υποχρέωση των ΕΠΕΥ αποτελεί και η αναλυτική πληροφόρηση για τις προμήθειες που χρεώνει.

Ο επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει για το νόμισμα και την ισχύουσα συναλλαγματική ισοτιμία αλλά και το κόστος μετατροπής του συναλλάγματος, στην περίπτωση που μέρος ή ολόκληρο το ποσό της συνολικής τιμής που καταβάλλεται από ιδιώτη πελάτη σε σχέση με το χρηματοπιστωτικό μέσο ή την επενδυτική υπηρεσία, θα καταβάλλεται σε ξένο νόμισμα ή αφορά ποσό σε ξένο νόμισμα.

Άλλη μία υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων είναι η πληροφόρηση των επενδυτών για ενδεχόμενες άλλες επιπρόσθετες επιβαρύνσεις, περιλαμβανομένων των φόρων, που αφορούν συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικού μέσου ή επενδυτικής υπηρεσίας, οι οποίες δεν καταβάλλονται μέσω της επιχείρησης επενδύσεων, ούτε επιβάλλονται από την τελευταία.

Κάποιες φορές, όμως, το ακριβές ποσό του συνολικού κόστους δεν είναι διαθέσιμο τη χρονική στιγμή κατά την οποία παρέχονται πληροφορίες στον

⁹¹ Άρθρο 33 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ.

επενδυτή. Σε τέτοιες περιπτώσεις, αντί για τις προαναφερόμενες πληροφορίες, ο επενδυτής πρέπει να λάβει επαρκείς πληροφορίες σχετικά με τον υπολογισμό του κόστους, ώστε να μπορέσει να επιβεβαιώσει το ύψος του όταν θα είναι διαθέσιμο.

Πριν από την επένδυση ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει ποιες είναι οι διαδικασίες που ακολουθούνται σε περίπτωση που χρειαστεί να υποβάλλει παράπονα, καταγγελίες ή να αναζητήσει αποζημίωση καθώς και το σύστημα αποζημιώσεων που καλύπτει την εταιρία. Η εταιρία οφείλει να πληροφορήσει τον επενδυτή σχετικά με τα προαναφερόμενα.

2.2.6 Πληροφόρηση για μερίδια ή μετοχές Ο.Σ.Ε.Κ.Α.

Θεωρείται επαρκής πληροφόρηση η έκδοση απλουστευμένου ενημερωτικού δελτίου (κατ' εφαρμογή του νόμου 3283/2004, άρθρο 30), σχετικά με τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων του ν 3282/2004 και τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ. Το παραπάνω απλουστευμένο ενημερωτικό δελτίο αρκεί και για την πληροφόρηση των επενδυτών σχετικά με τις χρεώσεις που αφορούν το ίδιο το αμοιβαίο κεφάλαιο ή τον ίδιο τον Ο.Σ.Ε.Κ.Α., συμπεριλαμβανομένων των προμηθειών εξόδου και εισόδου.⁹²

2.2.7 Διαφημιστικές ανακοινώσεις

Η εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μπορεί να αποστέλλει διαφημιστικό υλικό και να εφαρμόζει ποικίλες επικοινωνιακές τεχνικές προώθησης σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες της, αρκεί να παρουσιάζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μπορεί να αναγνωρισθεί η προωθητική φύση τους⁹³.

Διαφημιστική ανακοίνωση η οποία εμπεριέχει πρόταση ή πρόσκληση, με τη μορφή των περιπτώσεων που αναφέρονται παρακάτω και η οποία προσδιορίζει τον τρόπο απάντησης ή περιλαμβάνει έντυπο με το οποίο μπορεί να δοθεί απάντηση από τους πελάτες, πρέπει να αναφέρει τις

⁹² Άρθρο 11, παράγραφος 1 της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/452/1.11.2007

⁹³ Άρθρο 19 παράγραφος 2 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

πληροφορίες που αναλύθηκαν στις παραπάνω υποενότητες (σχετικά με την ίδια την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες που προσφέρει, τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τη φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων και τέλος τις χρεώσεις) και οι οποίες σχετίζονται με την εν λόγω πρόταση ή πρόσκληση.

Τα είδη της διαφημιστικής ανακοίνωσης δύναται να είναι⁹⁴:

- ὕ Πρόταση σύναψης σύμβασης, για την παροχή επενδυτικής ή παρεπόμενης υπηρεσίας γενικά ή ως προς συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο, με οποιοδήποτε πρόσωπο τυχόν ανταποκριθεί στην ανακοίνωση, και
- ὕ Πρόσκληση, σε οποιοδήποτε πρόσωπο τυχόν ανταποκριθεί στη σχετική ανακοίνωση, να υποβάλλει πρόταση για σύναψη σύμβασης παροχής επενδυτικής ή παρεπόμενης υπηρεσίας γενικά ή ως προς συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο.

Η πρώτη από τις δύο παραπάνω περιπτώσεις δεν εφαρμόζεται, εάν ο δυνητικός ιδιώτης πελάτης, προκειμένου να αποδεχθεί την πρόταση ή να απαντήσει στην πρόσκληση, που περιλαμβάνεται στη διαφημιστική ανακοίνωση, πρέπει να ανατρέξει σε άλλα έγγραφα, τα οποία περιλαμβάνουν μέρος ή το σύνολο των σχετικών πληροφοριών.

2.3 Πληροφόρηση μετά την ολοκλήρωσή εντολών των πελατών

Μετά την αγορά ή την πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, η εταιρία πρέπει να αποστέλλει στον επενδυτή επιβεβαίωση της συναλλαγής καθώς και τις ουσιώδεις πληροφορίες σχετικά με τη διενέργειά της, όπως την ονομασία του χρηματοπιστωτικού μέσου, την τιμή, την ημέρα, τον τόπο και το

⁹⁴ Άρθρο 29 παράγραφος 9 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

χρόνο εκτέλεσης καθώς και το σύνολο των προμηθειών και των εξόδων που χρεώθηκαν.⁹⁵

Στην περίπτωση κατά την οποία η επιχείρηση επενδύσεων διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, πρέπει να του αποστέλλει περιοδικές ενημερώσεις (ανά εξάμηνο) με πληροφορίες όπως το περιεχόμενο και την αποτίμηση των επενδύσεών του, το συνολικό ποσό αμοιβών και εξόδων που του χρεώθηκαν και την απόδοση των επενδύσεων κατά τη διάρκεια της περιόδου που καλύπτει η ενημέρωση.

Εάν έχει συμφωνηθεί μεταξύ της επιχείρησης επενδύσεων και του ιδιώτη πελάτη της, η παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της διαχείρισης χαρτοφυλακίων, η οποία επιτρέπει τη διαχείριση με μόχλευση, η περιοδική ενημέρωση γίνεται τουλάχιστον ανά μήνα.⁹⁶

Ο επενδυτής για το δικό του συμφέρον, θα πρέπει να κρατά αντίγραφα όλων των εγγράφων που λαμβάνει από την επιχείρηση επενδύσεων, ώστε να επιβεβαιώνει την απόδοση του χαρτοφυλακίου, να αξιολογεί και να ελέγχει τις προμήθειες που του χρεώνει.⁹⁷

Τέλος, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι οποίες διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια ιδιωτών πελατών ή κινούν λογαριασμούς ιδιωτών πελατών που περιλαμβάνουν ακάλυπτη ανοικτή θέση σε συναλλαγή, οφείλουν ακόμα να γνωστοποιήσουν στον ιδιώτη πελάτη κάθε ζημία που υπερβαίνει το όριο που έχει από πριν συμφωνηθεί μεταξύ των δύο μερών, το αργότερο στο τέλος της εργάσιμης ημέρας, κατά την οποία σημειώθηκε η υπέρβαση του ορίου ή στο κλείσιμο της επόμενης εργάσιμης ημέρας, εάν η υπέρβαση σημειώθηκε σε μη εργάσιμη ημέρα.⁹⁸

⁹⁵ Άρθρο 40 παράγραφος 4 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

⁹⁶ Άρθρο 41 παράγραφος 3 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

⁹⁷ Οδηγός για τους Επενδυτές, Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Μάιος 2008.

⁹⁸ Άρθρο 45 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

2.4 Προβληματισμοί σχετικά με την αποδοτικότητα των μέτρων πληροφόρησης

Οι παραπάνω κανόνες παροχής πληροφόρησης προς τους επενδυτές (και τους δυνητικούς επενδυτές), που ισχύουν από την ημέρα έναρξης εφαρμογής της νέας ευρωπαϊκής οδηγίας έχουν ως σκοπό να θεραπεύσουν την ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στους προαναφερθέντες και τις επιχειρήσεις επενδύσεων. Στην πράξη, όμως, έχει αποδειχθεί ότι δεν συμβάλλουν απόλυτα με αποτελεσματικό τρόπο στην προστασία των επενδυτών και κυρίως των ιδιωτών επενδυτών (οι οποίοι κατά κανόνα δέχονται το υψηλότερο επίπεδο προστασίας).

Και τούτο συμβαίνει διότι η πλειοψηφία των ιδιωτών επενδυτών δεν διαθέτει τις απαιτούμενες ικανότητες που χρειάζονται για την επεξεργασία των πληροφοριών που δέχονται από τις επιχειρήσεις επενδύσεων και την διενέργεια σύγκρισης μεταξύ εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών, ώστε τελικά να οδηγηθούν σε ορθές επενδυτικές αποφάσεις (βασιζόμενοι πάντοτε στις πληροφορίες που περιγράψαμε στις προηγούμενες παραγράφους).

Για παράδειγμα, μια επιχείρηση επενδύσεων μπορεί να δώσει τα παρακάτω πλήρη στοιχεία (Πίνακας 1), προς επεξεργασία σε έναν ιδιώτη πελάτη ο οποίος επιθυμεί την αγορά ενός απλού χρηματοπιστωτικού μέσου, πχ. ενός ομολόγου⁹⁹:

Bond	Par Value	Coupon Interest Rate	Time to Maturity	Required Return	Value
A	1.000	14%	20 years	12%	1.149,46
B	1.000	8%	16 years	8%	1.000,02

Πίνακας 1

⁹⁹ John JA Burke, "Investor Protection under MiFID: Cure worse than the disease", Electronic copy available at : <http://ssrn.com/abstract=1329871>

Η ερώτηση που γεννάται ευλόγως είναι αν είναι ρεαλιστικό να περιμένουμε, ο μέσος ιδιώτης πελάτης να έχει τη γνώση και τις μαθηματικές ικανότητες να διενεργήσει σύγκριση μεταξύ των δύο ομολόγων, ώστε να επιλέξει την πιο συμφέρουσα για εκείνον λύση¹⁰⁰. Η απάντηση είναι ομολογουμένως όχι. Για τον λόγο αυτό μπορούμε να πούμε ότι η παροχή επαρκούς πληροφόρησης δεν ανταποκρίνεται πάντοτε στο αρχικό στόχο της.

Αν πάλι κάποιος επενδυτής επιθυμεί να δημιουργήσει ένα αποτελεσματικά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επιλέγοντας χρηματοπιστωτικά μέσα, η ποσότητα της πληροφόρησης που η νομοθεσία επιβάλλει να του παρασχεθεί από την επιχείρηση επενδύσεων, πάλι είναι διαφορούμενο κατά πόσο αποτελεσματικά θα συμβάλει στο στόχο του επενδυτή.¹⁰¹

Συνεπώς, οι πληροφορίες που απαιτείται από το νέο νομοθετικό πλαίσιο να παρέχονται στους ιδιώτες, κυρίως, επενδυτές παρότι είναι επαρκείς και σαφείς δεν σημαίνει ότι κατανοούνται πλήρως από εκείνους. Θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι η παροχή εξειδικευμένων πληροφοριών σε αποδέκτη που αδυνατεί να τις κατανοήσει είναι ίσο με την καθόλου παροχή τους (αφού ο δέκτης παρόλο που τις έλαβε είναι σαν να μην τις έλαβε).¹⁰²

Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων ενώ δίνουν τις παραπάνω πληροφορίες στους πελάτες τους και υπογράφονται τα ανάλογα έγγραφα παράδοσης του λεγόμενου προσυμβατικού πακέτου¹⁰³ από εκείνους

¹⁰⁰ Πρέπει συγκεκριμένα να γίνουν μαθηματικοί υπολογισμοί σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο ώστε να γίνει η σύγκριση των δύο ομολόγων, $BO = C/(1+i)^n + M/(1+i)^n$, όπου c = annual return based on coupon rate, I = required rate of return, n = number of years και M = par Value at Maturity.

¹⁰¹⁻¹⁰² John JA Burke, "Investor Protection under MiFID: Cure worse than the disease", Electronic copy available at : <http://ssrn.com/abstract=1329871>

¹⁰³ Το «προσυμβατικό πακέτο» περιλαμβάνει όλες τις πληροφορίες που υποχρεούται κάθε επιχείρηση επενδύσεων να παρέχει στον επενδυτή πριν τη σύναψη σύμβασης παροχής οποιασδήποτε επενδυτικής υπηρεσίας, τις οποίες αναλυτικά περιγράψαμε στις προηγούμενες παραγράφους, υπό το νέο καθεστώς της οδηγίας 2004/39/EK. Το προσυμβατικό πακέτο που χορηγείται στους πελάτες του δικτύου της «Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε.» παρατίθεται στο παράρτημα του παρόντος κεφαλαίου.

είναι δύσκολο να ελεγχτεί αν ο χρόνος «μελέτης» των πληροφοριών είναι αρκετός ώστε να τις κατανοήσουν.

Στην πράξη παρατηρείται το φαινόμενο οι πελάτες να παραλαμβάνουν το προσυμβατικό πακέτο την ίδια μέρα που διενεργούν συναλλαγές σε επενδυτικά προϊόντα. Το προσυμβατικό πακέτο που χορηγείται στους πελάτες του δικτύου των καταστημάτων της «Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε.» παρατίθεται στο παράρτημα.¹⁰⁴ Με λίγα λόγια, η παροχή πληροφόρησης στους ιδιώτες πελάτες τείνει να αποτελεί γραφειοκρατική διαδικασία, με αποτέλεσμα να ωφελεί περισσότερο τις επιχειρήσεις επενδύσεων, οι οποίες κατοχυρώνονται νομικά (αφού έχουν παραδώσει το προσυμβατικό πακέτο) σε βάρος των επενδυτών.

Συνεπώς, θα πρέπει να δίνεται αυξημένη βαρύτητα από τους υπευθύνους των επιχειρήσεων επενδύσεων στην παροχή πληροφόρησης στους πελάτες ώστε να αποτελέσει όπλο για την καταπολέμηση της ασυμμετρίας πληροφόρησης και να συμβάλλει στην επίτευξη του αρχικού σκοπού της προστασίας των επενδυτών. Επιπλέον, θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι η πληρέστερη ενημέρωση ως μέτρο προστασίας των επενδυτών θα έχει θετικά αποτελέσματα μόνο για τους καλύτερα «εκπαιδευμένους» επενδυτές.

¹⁰⁴ Βλέπε παράρτημα 2^{ου} Κεφαλαίου στο τέλος της διπλωματικής εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

«ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΤΗΤΑΣ / ΣΥΜΒΑΤΟΤΗΤΑΣ»

3.1 Γενικά

Σύμφωνα με την νέα ευρωπαϊκή οδηγία οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να διενεργούν έλεγχο καταλληλότητας και συμβατότητας στους επενδυτές – πελάτες τους σε σχέση με τα χρηματοπιστωτικά μέσα/υπηρεσίες, βασιζόμενες πάντα στην κατηγοριοποίηση τους και με κύριο σκοπό την ενίσχυση της προστασίας των τελευταίων.

Σε γενικές γραμμές, η διενέργεια της αξιολόγησης της καταλληλότητας και συμβατότητας έχει ως στόχο να προσδιορίσει κατά πόσο οι πελάτες των επενδυτικών επιχειρήσεων έχουν την απαραίτητη γνώση, πείρα και εξειδίκευση ώστε να διενεργούν συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Επίσης, εξετάζεται σε ποιο βαθμό αντιλαμβάνονται τους κινδύνους που ενέχουν οι παραπάνω συναλλαγές.

Τα δύο τεστ αξιολόγησης διεξάγονται υπό την υιοθετηθείσα γενική αρχή¹⁰⁵ ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να ενεργούν κατά την παροχή υπηρεσιών σε πελάτες – επενδυτές με εντιμότητα, δικαιοσύνη, και επαγγελματισμό ώστε να εξυπηρετούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους. Σκοπός και των δύο τεστ αξιολόγησης είναι η προστασία των επενδυτών.

¹⁰⁵ Άρθρο 19, τμήμα 2, παράγραφος 1 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

3.2 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου καταλληλότητας και αξιολόγηση

Εξέχουσα θέση στο τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών κατέχει η έννοια της επενδυτικής συμβουλής. Αξίζει να τονιστεί ότι σύμφωνα με την οδηγία 2004/39/EK, η παροχή επενδυτικών συμβουλών και συστάσεων δεν αποτελεί κύρια ή παρεπόμενη υποχρέωση της επιχείρησης επενδύσεων, στο πλαίσιο κάποιας επενδυτικής υπηρεσίας (λ.χ. εκτέλεσης εντολών), αλλά συνιστά αυτοτελή επενδυτική υπηρεσία¹⁰⁶ που η παροχή της αναλαμβάνεται κατά κανόνα πάντοτε με σύμβαση.

Ως επενδυτική συμβουλή ορίζεται η παροχή προσωπικών συμβουλών σε πελάτη, είτε κατόπιν αιτήσεώς του είτε με πρωτοβουλία της επιχείρησης επενδύσεων, σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα.¹⁰⁷

Ο επενδυτής που πρόκειται να λάβει επενδυτικές συμβουλές βασίζεται περισσότερο στην εμπιστοσύνη που έχει στην επιχείρηση επενδύσεων απ' όσο στην περίπτωση μιας απλής, χωρίς συμβουλή, συναλλαγής. Γι' αυτό το λόγο, θα πρέπει να διαθέτει τη βεβαιότητα ότι η επιχείρηση επενδύσεων έχει κατανοήσει τις ατομικές του ανάγκες και συνθήκες ώστε να του συστήσει τα κατάλληλα γι' αυτόν προϊόντα.

Επίσης, όταν η επιχείρηση επενδύσεων διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή τότε εκείνος βασίζεται στις αποφάσεις και τις επιλογές της. Καθώς, η επιχείρηση επενδύσεων δεν επικοινωνεί με τον επενδυτή κάθε φορά που επενδύει για λογαριασμό του, είναι σημαντικό να διαθέτει από την αρχή επαρκείς πληροφορίες για εκείνον, ώστε να είναι σε θέση να του παρέχει τη συγκεκριμένη υπηρεσία. Για να το πετύχει αυτό, όπως και στην περίπτωση των επενδυτικών συμβουλών η εταιρία διενεργεί έλεγχο καταλληλότητας.

Συνεπώς, πριν από την παροχή εξατομικευμένων πληροφοριακών υπηρεσιών προηγείται η ενημέρωση της επιχείρησης επενδύσεων «σχετικά

¹⁰⁶ Παράρτημα I, Τμήμα A (5) της οδηγίας 2004/39/EK.

¹⁰⁷ Άρθρο 4 «Ορισμοί» παράγραφος 1.4 της οδηγίας 2004/39/EK.

με την οικονομική κατάσταση των πελατών της, την εμπειρία τους στον τομέα των επενδύσεων και τους στόχους τους όσον αφορά τις απαιτούμενες υπηρεσίες»¹⁰⁸. Και αυτό συμβαίνει διότι χωρίς την παροχή των ουσιωδών πληροφοριών από τον πελάτη της, η επιχείρηση επενδύσεων δεν θα είναι σε θέση να επιτύχει τον επιβαλλόμενο από το νόμο βαθμό εξατομίκευσης των παροχών της. Στην περίπτωση, όμως, που δεν παρέχονται στον πελάτη εξατομικευμένες υπηρεσίες, όπως επενδυτικές συμβουλές ή συστάσεις, η υποχρέωση της επιχείρησης επενδύσεων να ενημερώνεται ως προς τα προηγούμενα δεν έχει λόγο ύπαρξης.

Ειδικά, στην περίπτωση παροχής της υπηρεσίας επενδυτικών συμβουλών ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου η επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να αντλεί τις αναγκαίες πληροφορίες προκειμένου να κατανοήσει τα βασικά δεδομένα του πελάτη και να σχηματίσει εύλογα την πεποίθηση, λαμβάνοντας υπόψη την φύση και την έκταση της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας, ότι η συγκεκριμένη συναλλαγή, που προτείνει στο πλαίσιο παροχής των εν λόγω υπηρεσιών πληροί τα ακόλουθα τρία κριτήρια¹⁰⁹:

- ü Είναι σύμφωνη με τους επενδυτικούς στόχους του συγκεκριμένου επενδυτή,
- ü Ο πελάτης έχει την οικονομική δυνατότητα να αναλάβει το βάρος των σχετικών επενδυτικών κινδύνων, σύμφωνα με τους επενδυτικούς στόχους,
- ü Ο πελάτης διαθέτει την αναγκαία πείρα και γνώση, ώστε να είναι σε θέση να κατανοεί τους κινδύνους που ενέχει η καλυπτόμενη συναλλαγή ή η διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.¹¹⁰

¹⁰⁸ Τμήμα 2 «Διατάξεις για την προστασία των επενδυτών», Άρθρο 19 παράγραφος 4 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

¹⁰⁹ Σύμφωνα με το άρθρο 19.4 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ και αρ.35 και 37 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ, ομοίως άρθρο 12 της απόφασης 1/452/1.11.2007 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

¹¹⁰ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/ΕΚ άρθρο 35.1.

Στο πρώτο κριτήριο γίνεται λόγος για τους επενδυτικούς στόχους του επενδυτή. Η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να λάβει επαρκή πληροφόρηση σχετικά με το χρονικό διάστημα για το οποίο ο πελάτης επιθυμεί να διατηρήσει την επένδυση. Επίσης, η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να ενημερωθεί για τις προτιμήσεις του επενδυτή όσον αφορά την ανάληψη κινδύνου. Διότι κατά την σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου το πρόβλημα της άριστης επιλογής χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων επιβάλλει την εύρεση της συναρτησιακής σχέσης προσδοκώμενων αποδόσεων και του βαθμού κινδύνου που απορρέει από ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τίτλων¹¹¹. Παράλληλα, η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να εξετάζει το επενδυτικό προφίλ του πελάτη καθώς και τους σκοπούς της επένδυσης.

Γενικότερα, θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι οι επενδυτικοί στόχοι υποδηλώνουν τα επενδυτικά κίνητρα του πελάτη και την ένταση της ροπής του προς ανάληψη επενδυτικού ρίσκου. Οι ιδιώτες επενδυτές επιδιώκουν συνήθως με τη συμμετοχή τους στην κεφαλαιαγορά είτε την επαύξηση των τακτικών εισοδημάτων τους, είτε την επαύξηση της περιουσίας τους, είτε τις αποδόσεις, είτε την αποταμίευση για την αντιμετώπιση μελλοντικών καταναλωτικών αναγκών.¹¹²

Τα παραπάνω κίνητρα καθορίζουν και το ποσοστό του ρίσκου που είναι διατεθειμένος ο εκάστοτε επενδυτής να αναλάβει. Τη ροπή προς το ρίσκο – κίνδυνο προσδιορίζουν και η ψυχολογία του επενδυτή, καθώς επίσης και το φύλλο, η ηλικία, η οικογενειακή ή επαγγελματική κατάσταση του.

Η επιχείρηση επενδύσεων δεν έχει εξουσία να πραγματοποιεί μόνη της έρευνες ούτε πολύ περισσότερο να πιέζει τον πελάτη της να της χορηγήσει τα παραπάνω στοιχεία. Επίσης, δεν έχει την υποχρέωση να εξετάζει την αλήθεια των τελευταίων, εκτός αν αυτά είναι εμφανώς ανακριβή ή ελλιπή¹¹³.

^{111- 112} Απόστολος Καραγκουνίδης , «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 7^ο

¹¹³ Εκτελεστική οδηγία 2006/73/EK άρθρο 37.3

Το δεύτερο κριτήριο αφορά την διερεύνηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης του πελάτη. Η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να έχει πληροφόρηση σχετικά με την προέλευση και το ύψος των τακτικών εισοδημάτων του επενδυτή. Παράλληλα, θα πρέπει να γνωρίζει τα περιουσιακά στοιχεία του πελάτη, συμπεριλαμβανομένων των ρευστών διαθεσίμων, των επενδύσεων και των ακινήτων¹¹⁴. Ακόμα, θα πρέπει να της παρέχεται πληροφόρηση σχετικά με τις τακτικές οικονομικές υποχρεώσεις του εκάστοτε πελάτη.

Εκτενέστερα, στην εξέταση της χρηματοοικονομικής κατάστασης περιλαμβάνεται η εξέταση των περιουσιακών μέσων που διαθέτει ο πελάτης ώστε να αξιολογείται κατά πόσο η επιδιωκόμενη υπηρεσία ή το επιδιωκόμενο χρηματοπιστωτικό μέσο θα επηρεάσει σε τυχόν ακραίες περιπτώσεις (όπως λ.χ χρηματοοικονομικές κρίσεις), και θα θέσει σε κίνδυνο την επιβίωση του ίδιου του επενδυτή και της οικογένειάς του. Μία συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική, έτσι, δεν μπορεί να θεωρηθεί κατάλληλη για συγκεκριμένο επενδυτή, εφόσον αλλοιώνει ουσιαδώς και πέραν των προσδοκιών του την περιουσιακή του υπόσταση.

Αξίζει να επισημάνουμε ότι η εκτίμηση των περιουσιακών μέσων που διαθέτει ο εκάστοτε πελάτης μιας επιχείρησης επενδύσεων θα ικανοποιεί και το συμφέρον της ίδιας της επιχείρησης, αφού σε αυτή τη περίπτωση θα αποφεύγει τη διενέργεια συναλλαγών για λογαριασμό αφερέγγυων δυνητικών επενδυτών.¹¹⁵

Το τρίτο και τελευταίο κριτήριο αναφέρεται στην παροχή πληροφόρησης προς την επιχείρηση επενδύσεων σχετικά με την πείρα και την γνώση του πελάτη. Οι έννοιες της γνώσης και της πείρας αποδίδουν την θεωρητική και την πρακτική εξοικείωση του επενδυτή με τον επενδυτικό τομέα και δεν αποτελούν τίποτε άλλο παρά εξειδικεύσεις της ανάγκης προστασίας του.¹¹⁶ Εξίσου σημαντικά στοιχεία εξέτασης είναι η ιδιότητα του πελάτη ως

¹¹⁴ Άρθρο 35 παράγραφος 3 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

¹¹⁵ Απόστολος Καραγκουνίδης, «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 7^ο

επαγγελματία ή ιδιώτη επενδυτή, η ηλικία του, τα επάγγελμά του, η μόρφωσή του, η συχνότητα της ενασχόλησης του με τον τομέα των επενδύσεων κτλ.

Οι πληροφορίες σχετικά με την γνώση και την πείρα που διαθέτει ο πελάτης στον τομέα επενδύσεων, περιλαμβάνουν στοιχεία που αναφέρονται παρακάτω, στο μέτρο που είναι κατάλληλα για τη φύση του πελάτη, το χαρακτήρα και την έκταση της υπηρεσίας που θα του παρασχεθεί και το προβλεπόμενο είδος προϊόντος ή συναλλαγής, περιλαμβανομένης της πολυπλοκότητάς τους και των κινδύνων που συνεπάγονται. Οι πληροφορίες αυτές αφορούν:

- Τα είδη υπηρεσιών, συναλλαγών και χρηματοπιστωτικών μέσων με τα οποία είναι εξοικειωμένος ο πελάτης,
- Τη φύση, τον όγκο, και τη συχνότητα των συναλλαγών του πελάτη σε χρηματοπιστωτικά μέσα και την περίοδο εντός της οποίας πραγματοποιήθηκαν, και
- Το εκπαιδευτικό επίπεδο και το επάγγελμα, ή το συναφές προηγούμενο επάγγελμα του υφιστάμενου ή δυνητικού πελάτη.¹¹⁷

Ο έλεγχος της καταλληλότητας γίνεται όχι μόνο στους ιδιώτες πελάτες αλλά διενεργείται και στους επαγγελματίες πελάτες και τους επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους.¹¹⁸ Στην περίπτωση των δύο τελευταίων κατηγοριών η υποχρέωση περιλαμβάνει μικρότερο βαθμό ελέγχου.¹¹⁹

Συγκεκριμένα, η επιχείρηση επενδύσεων που παρέχει επενδυτική υπηρεσία σε επαγγελματία πελάτη επιτρέπεται να θεωρήσει ότι για τα προϊόντα, τις συναλλαγές και τις υπηρεσίες για τις οποίες έχει ενταχθεί στην

¹¹⁷ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/EK άρθρο 37 παράγραφος 1.

¹¹⁸ Στην περίπτωση αυτή το τεστ διενεργείται στο φυσικό πρόσωπο αντιπρόσωπο του νομικού προσώπου- επιχείρησης (αν ο επαγγελματίας πελάτης είναι επιχείρηση- νομικό πρόσωπο), ο οποίος εκπροσωπεί την επιχείρηση στις συναλλαγές αυτού του είδους.

¹¹⁹ Alessandra Chirico, Suitability and Appropriateness under MiFID: "Faithfull watchdogs or terrible twins?" no 9 / September 2007, ECMI Policy Brief.

κατηγορία αυτή, ο πελάτης διαθέτει το απαιτούμενο, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, επίπεδο πείρας και γνώσης.¹²⁰

Ακόμα, ο επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος θεωρείται ότι έχει την οικονομική δυνατότητα να φέρει το βάρος κάθε σχετικού επενδυτικού κινδύνου, που είναι σύμφωνος με τους επενδυτικούς του στόχους.¹²¹

Η συνεκτίμηση και αξιολόγηση όλων των παραπάνω πληροφοριών σκοπό έχει να οδηγήσει την επιχείρηση επενδύσεων σε μία κρίση σχετικά με την καταλληλότητα των επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων που ο πελάτης επιθυμεί. Η άποψη που θα σχηματίσει η επιχείρηση επενδύσεων αποτελεί έτσι το αναγκαίο προστάδιο, και τη δικαιολόγηση της συμβουλής, την οποία θα προτείνει ακολούθως στον πελάτη της, ή της συναλλαγής που θα καταρτίσει για λογαριασμό του, αν πρόκειται για διαχείριση χαρτοφυλακίου.¹²² Σε περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων δεν λάβει προς το συγκεκριμένο πελάτη την πληροφόρηση που προβλέπεται όπως αναλυτικά αναφέραμε παραπάνω, δεν προβαίνει στην παροχή επενδυτικών συμβουλών προς τον συγκεκριμένο πελάτη ή στη διαχείριση χαρτοφυλακίου του.¹²³

Τέλος, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι σε περίπτωση κατά την οποία η επιχείρηση επενδύσεων λαμβάνει οδηγίες για την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών για λογαριασμό ενός πελάτη με τη μεσολάβηση άλλης επιχείρησης επενδύσεων, η πρώτη μπορεί να βασίζεται στις σχετικές με τον πελάτη πληροφορίες που της γνωστοποιεί η μεσολαβούσα επιχείρηση επενδύσεων. Η τελευταία παραμένει υπεύθυνη για την πληρότητα και ακρίβεια των διαβιβαζόμενων πληροφοριών. Ομοίως, η επιχείρηση επενδύσεων που λαμβάνει οδηγίες για την παροχή υπηρεσιών για

¹²⁰ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/EK άρθρο 35.2.

¹²¹ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/EK άρθρο 35 παράγραφος 2.

¹²² Απόστολος Καραγκουνίδης, «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 7^ο

¹²³ Εκτελεστική οδηγία 2006/73/EK άρθρο 35 παράγραφος 5.

λογαριασμό ενός πελάτη από μεσολαβούσα επιχείρηση επενδύσεων μπορεί να βασίζεται σε οποιοδήποτε συστάσεις έχουν δοθεί στον πελάτη από τη μεσολαβούσα επιχείρηση επενδύσεων σχετικά με την υπηρεσία ή με τη συναλλαγή.¹²⁴

Η μεσολαβούσα επιχείρηση επενδύσεων παραμένει υπεύθυνη για την καταλληλότητα των παρεχόμενων συστάσεων ή συμβουλών για το συγκεκριμένο πελάτη. Η επιχείρηση επενδύσεων που λαμβάνει οδηγίες ή εντολές ενός πελάτη με τη μεσολάβηση άλλης επιχείρησης επενδύσεων παραμένει υπεύθυνη για την παροχή της υπηρεσίας ή την ολοκλήρωση της συναλλαγής βάσει αυτών των πληροφοριών ή συστάσεων.

3.3 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας

Κατά την παροχή όλων των άλλων επενδυτικών υπηρεσιών εκτός των επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να λαμβάνουν από τον πελάτη ή το δυνητικό πελάτη πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία του χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, ώστε να μπορούν να εκτιμήσουν κατά πόσο η εν λόγω επενδυτική υπηρεσία ή το χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλα για τον πελάτη. Η παραπάνω διαδικασία αποτελεί τον έλεγχο συμβατότητας.¹²⁵

Η υποχρέωση της επιχείρησης επενδύσεων να ενημερώνεται για την γνώση και την πείρα του εκάστοτε πελάτη δεν διαφέρει κατά περιεχόμενο από την αντίστοιχη υποχρέωση που έχει σύμφωνα με το άρθρο 19.4 της οδηγίας MiFID απέναντι στους πελάτες της, προς τους οποίους προσφέρει επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου.¹²⁶

¹²⁴ Οδηγία 2004/39/EK, άρθρο 20.

¹²⁵ Σύμφωνα με το άρθρο 19.5 της οδηγίας 2004/39/EK.

¹²⁶ Alessandra Chirico, Suitability and Appropriateness under MiFID: “Faithfull watchdogs or terrible twins?” no 9 / September 2007, ECMI Policy Brief, σελ.4

Μαζί με την άντληση των βασικών πληροφοριών που αποσκοπούν στην κατηγοριοποίηση ενός επενδυτή (ως ιδιώτη ή επαγγελματία πελάτη), η επιχείρηση επενδύσεων θα πρέπει να ζητεί εκτεταμένες πληροφορίες ώστε να αποκτήσει πλήρη άποψη σχετικά με τις γνώσεις και την πείρα του και να μπορέσει έπειτα να αποφανθεί σχετικά με την καταλληλότητα των επιδιωκόμενων από αυτόν επενδύσεων και την πλήρη κατανόηση του αναλαμβανόμενου επενδυτικού κίνδυνου. Σε περίπτωση συμπεράσματος περί ακαταλληλότητας η επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να προειδοποιήσει σχετικά τον πελάτη. Ωστόσο, δεν αποτελεί πρόσθετη υποχρέωσή της να προτείνει στον πελάτη της κάποια άλλη επενδυτική επιλογή, εκτός αν έχουν συνάψει προηγουμένως τα δύο μέρη σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών.

Στην ενδεχόμενη περίπτωση που ο πελάτης δεν παρέχει καθόλου ή παρέχει ανεπαρκείς πληροφορίες σχετικά με την γνώση του και την εμπειρία του, η εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών οφείλει να προειδοποιήσει και πάλι τον πελάτη¹²⁷. Οφείλει δηλαδή να του επισημάνει ότι δεν μπορεί να αξιολογήσει σε ποιο βαθμό η επενδυτική υπηρεσία ή το επενδυτικό προϊόν είναι κατάλληλα για εκείνον.

Και στις δύο παραπάνω περιπτώσεις επιτρέπεται στην επιχείρηση επενδύσεων να παρέχει τις προειδοποιήσεις και σε τυποποιημένη ακόμα μορφή. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων δικαιούνται βάσει των πληροφοριών που λαμβάνουν από τους πελάτες τους να τους κατατάσσουν σε ειδικότερες κατηγορίες ανάλογα με την γνώση και την πείρα του καθενός, και να τους παρέχουν τυποποιημένες προειδοποιήσεις ανά κατηγορία επενδυτών ή ανά είδος χρηματοπιστωτικού προϊόντος.¹²⁸

Θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι οι πληροφορίες που θα παρασχεθούν στην επιχείρηση επενδύσεων θα της φανούν χρήσιμες και για το περιεχόμενο των πληροφοριών που η ίδια η επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να δώσει στον πελάτη- επενδυτή. Συνεπώς, αν ο πελάτης κριθεί

¹²⁷ Άρθρο 37, της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK.

¹²⁸ Απόστολος Καραγκουνίδης, «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 7^ο

πλήρως ενημερωμένος για κάποια από τα ζητήματα που καλύπτει η βασική ενημέρωσή του (λ.χ. σχετικά με τους κινδύνους των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των δικαιωμάτων προαίρεσης) τότε η πληροφόρησή του ως προς το ζήτημα αυτό δεν θα είναι πλέον αναγκαία.¹²⁹

Αξίζει να σημειώσουμε ότι η αξιολόγηση της συμβατότητας δεν εφαρμόζεται για επικείμενη παροχή παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Ωστόσο αν η παρεπόμενη υπηρεσία παρέχεται σε συνδυασμό με επενδυτική υπηρεσία είναι πιθανό να ενισχύσει τον κίνδυνο που ενέχει η επενδυτική υπηρεσία. Για παράδειγμα, το να δανειστεί κάποιος επενδυτής για να χρηματοδοτήσει την συναλλαγή που επιθυμεί ενισχύει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.¹³⁰

Ένα ενδεικτικό ερωτηματολόγιο που χρησιμοποιείται από την «Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.» για την αξιολόγηση της συμβατότητας υπάρχει στο παράρτημα της παρούσας μελέτης.

3.4 Αντληση πληροφοριών από τους πελάτες στο πλαίσιο της απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών

Σύμφωνα με τους κανόνες της νέας ευρωπαϊκής οδηγίας¹³¹ «όταν οι επιχειρήσεις επενδύσεων παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες αποτελούμενες αποκλειστικά και μόνο από την εκτέλεση των εντολών του πελάτη ή και τη λήψη και διαβίβασή τους, με ή χωρίς παρεπόμενες υπηρεσίες, τους επιτρέπεται να παρέχουν τις εν λόγω επενδυτικές υπηρεσίες, χωρίς να έχουν αναγκαστικά λάβει τις πληροφορίες και καταλήξει στην κρίση που προβλέπονται στο άρθρο 19.5» εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που η οδηγία ορίζει.

¹²⁹ Απόστολος Καραγκουνίδης , «Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007, κεφάλαιο 7^ο.

¹³⁰ A Practitioners Guide to MiFID, Mattwe Elderfield, first Edition, Chapter 5.2.3 page 171, Rob Price.

¹³¹ Άρθρο 19 παράγραφος 6 της οδηγίας 2004/39/EK.

Είναι πολύ συχνό το φαινόμενο ένας επενδυτής να διαβιβάζει σε μία επιχείρηση επενδύσεων εντολές, χωρίς να έχει την επιθυμία ή να αναμένει κάποια σχετική πληροφορία, σύσταση ή γνώμη από αυτήν. Το γεγονός αυτό εμφανίζεται όταν ο επενδυτής έχει ήδη αποφασίσει την επενδυτική στρατηγική του και κύριος σκοπός για τον οποίο απευθύνεται στην επιχείρηση επενδύσεων είναι αποκλειστικά και μόνο η εκτέλεση της εντολής του.

Πρέπει να τονίσουμε στο σημείο αυτό ότι η απαλλαγή του παρέχοντος απλή λήψη, διαβίβαση και εκτέλεση εντολών από τη συλλογή πληροφοριών για την γνώση και την εμπειρία του δυνητικού επενδυτή, δεν είναι χωρίς προϋποθέσεις. Αντίθετα, υπακούει σε αυστηρές τυπικές και ουσιαστικές προϋποθέσεις.

Συνεπώς, η υποχρέωση συγκέντρωσης πληροφοριών στο πλαίσιο της αξιολόγησης συμβατότητας, δεν εφαρμόζεται εφόσον συντρέχουν σωρευτικά τα ακόλουθα¹³²:

- ü Πρόκειται αποκλειστικά για τις υπηρεσίες της εκτέλεσης εντολών ή και λήψης και διαβίβασής τους, με ή χωρίς παρεπόμενες υπηρεσίες.
- ü Η υπηρεσία πρέπει να παρέχεται πάντοτε κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη και ουδέποτε κατόπιν πρωτοβουλίας της επιχείρησης επενδύσεων.
- ü Οι εν λόγω υπηρεσίες αφορούν μετοχές εισηγμένες για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά ή σε ισοδύναμη αγορά τρίτης χώρας, μέσα χρηματαγοράς, ομολογίες ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους (με την εξαίρεση των ομολογιών ή άλλων μορφών τιτλοποιημένου χρέους που ενσωματώνουν παράγωγα), μερίδια ΟΣΕΚΑ και άλλα μη σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα.¹³³

¹³² Άρθρο 19 παράγραφος 6 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

¹³³ Σύμφωνα με το άρθρο 38 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ (άρθρο 15 της 1/452/1.11.2007 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς), ως μη πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα θεωρούνται εκτός από αυτά του απαριθμούνται στην παράγραφο 6 του άρθρου 25 του ν 3606/2007, και εκείνα που πληρούν τα ακόλουθα κριτήρια :

- ü Ο πελάτης έχει ενημερωθεί σαφώς ότι κατά την παροχή της εν λόγω υπηρεσίας, η ΕΠΕΥ δεν υποχρεούται να αξιολογήσει τη συμβατότητα του χρηματοπιστωτικού μέσου που προσφέρεται ή της υπηρεσίας που παρέχεται και δεν καλύπτεται από την αντίστοιχη προστασία των σχετικών κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς. Η προειδοποίηση αυτή μπορεί να παρέχεται σε τυποποιημένη μορφή.
 - ü Η επιχείρηση επενδύσεων συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από το άρθρο 18 της ευρωπαϊκής οδηγίας 2004/39/EK, δηλαδή με την υποχρέωση εντοπισμού συγκρούσεων συμφερόντων και την υποχρέωση προηγούμενης γνωστοποίησης της γενικής φύσης αυτών καθώς των πηγών τους. Η ΕΠΕΥ πρέπει να θεσπίζει κατάλληλους εσωτερικούς μηχανισμούς για τον εντοπισμό και την αποτελεσματική αντιμετώπιση συγκρούσεων συμφερόντων και την προστασία των πελατών της.
-

- i. Το χρηματοπιστωτικό μέσο που δεν περιλαμβάνεται στις κινητές αξίες της υποπερίπτωσης (γ) της περίπτωσης 13 του άρθρου 2 του ν 3606/2007, ούτε στα παράγωγα των περιπτώσεων (δ) έως (ι) του άρθρου 5 του ίδιου νόμου
- ii. Υπάρχουν συχνές ευκαιρίες διάθεσης, εξαγοράς, και γενικά ρευστοποίησης του χρηματοπιστωτικού μέσου σε τιμές που είναι δημόσια διαθέσιμες στους συμμετέχοντες στην αγορά και οι οποίες είτε είναι τιμές της αγοράς είτε είναι τιμές που διαμορφώνονται ή επιβεβαιώνονται από συστήματα αποτίμησης, ανεξάρτητα από τον εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου.
- iii. Το χρηματοπιστωτικό μέσο δεν συνεπάγεται για τον πελάτη καμία πραγματική ή δυνητική οικονομική υποχρέωση, η οποία υπερβαίνει το κόστος απόκτησής του.
- iv. Είναι διαθέσιμη στο κοινό επαρκής πληροφόρηση για τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού μέσου και η πληροφόρηση αυτή είναι δυνατό να γίνει άμεσα κατανοητή από τον μέσο ιδιώτη πελάτη, προκειμένου να αποφασίσει εμπειρισταωμένα , αν θα διενεργήσει μία συναλλαγή στο συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο.

Η διατύπωση ωστόσο της ως άνω εξαίρεσης δεν είναι δίχως προβλήματα, καθώς δεν είναι εύκολο για τις εποπτικές αρχές να διακρίνουν πότε οι υπηρεσίες παρέχονται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη και πότε όχι. Επίσης, η έννοια του μη πολύπλοκου προϊόντος δεν είναι σαφής και ενδεχομένως δεν είναι και σχετική με την προστασία του επενδυτή: σε αντίθεση με αυτό που υποδηλώνει η συγκεκριμένη διάταξη, το επίπεδο κατανόησης ενός επενδυτή δεν συνδέεται κατ' ανάγκη και αποκλειστικά με την πολυπλοκότητα του προϊόντος.¹³⁴ Ένα άλλο μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι περιορίζει τον επενδυτή σε ένα σχετικά περιορισμένο αριθμό επενδυτικών δραστηριοτήτων.¹³⁵

3.5 Προβληματισμοί σχετικά με την εφαρμογή των τεστ και τη χρησιμότητα τους

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν από την μία πλευρά να αντλούν πληροφορίες από τους πελάτες ή δυνητικούς πελάτες –επενδυτές, σχετικά με τη γνώση και την πείρα τους στο χρηματοπιστωτικό τομέα και σχετικά με το χρηματοπιστωτικό προϊόν ή την επενδυτική υπηρεσία που επιθυμούν να τους προσφερθεί, ώστε να είναι σε θέση να εκτιμήσουν κατά πόσο το συγκεκριμένο προϊόν ή η συγκεκριμένη υπηρεσία είναι κατάλληλα για εκείνους.¹³⁶ Από την άλλη πλευρά οι επιχειρήσεις έχουν την υποχρέωση να παρέχουν στους πελάτες ή δυνητικούς πελάτες λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με : α) την ίδια την επιχείρηση και τις υπηρεσίες που εκείνη προσφέρει, β) τα διαθέσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα (δίνοντας και επαρκείς πληροφορίες σχετικά με τα χαρακτηριστικά τους αλλά και τους κινδύνους που το καθένα από αυτά ενέχει), γ) τους τρόπους εκτέλεσης των εντολών, δ) τα κόστη και τις

¹³⁴ Παναγιώτης Σταϊκούρας, «Οι νέες προκλήσεις της Οδηγίας 2004/39/EK για τους διαμεσολαβητές επενδυτικών υπηρεσιών, την διαφάνεια των κεφαλαιαγορών και την λειτουργία των ρυθμιζόμενων αγορών», μελέτη , 2007.

¹³⁵ John J.A. Burke, Investor Protection under MiFID- Cure Worse than the Disease, Kazakhstan Institute of Management, Economics and Strategic Research, <http://ssrn.com/abstract=1329871>

¹³⁶ Οδηγία 2004/39/EK, άρθρο 19 παράγραφος 5.

παρεπόμενες χρεώσεις¹³⁷. Με την παροχή αυτού του είδους πληροφόρησης οι πελάτες θα είναι σε θέση να κατανοήσουν την φύση και τους κινδύνους των επενδυτικών υπηρεσιών και των χρηματοπιστωτικών μέσων που τους προσφέρονται από τις επενδυτικές επιχειρήσεις. Με αποτέλεσμα, να υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να οδηγηθούν σε επενδυτικές αποφάσεις όντες ενημερωμένοι.¹³⁸

Ένας τρόπος που η επιχείρηση επενδύσεων θα είναι βέβαιη ότι ο πελάτης της έχει επαρκώς ενημερωθεί σχετικά με τους κινδύνους που ενέχει το χρηματοπιστωτικό προϊόν ή η επενδυτική υπηρεσία που τον ενδιαφέρει είναι να του παρέχει η ίδια προειδοποιήσεις (information/risk warnings).

Αξίζει, ωστόσο, να παρατηρήσουμε ότι το εύρος της πληροφόρησης που απαιτείται από τον πελάτη ή δυνητικό πελάτη (ώστε η επιχείρηση επενδύσεων να αξιολογήσει τη συμβατότητα) αλλά και η παροχή πληροφόρησης από την επιχείρηση επενδύσεων σχετικά με την έκθεσή του σε κίνδυνο εξαρτάται από την πολυπλοκότητα και το μέγεθος του κινδύνου. Όσο πιο σύνθετο και πιο «επικίνδυνο» (high risk) είναι ένα προϊόν τόσο περισσότερη και πιο απαιτητική θα είναι η πληροφόρηση που τα δύο μέρη οφείλουν να παράσχουν το ένα στο άλλο. Για παράδειγμα, περισσότερη πληροφόρηση θα απαιτείται για την αγορά ενός παραγώγου μέσου έξω-χρηματιστηριακά (OTC derivative), σε σχέση με εκείνη που απαιτείται για την αγορά ενός stock option.

Επίσης, οι επιχειρήσεις επενδύσεων έχουν την ευχέρεια να ζητούν από τους ήδη υφιστάμενους πελάτες τους λιγότερες πληροφορίες σε σχέση με αυτές που πρέπει να ζητούν από τους νέους πελάτες, αφού ήδη έχουν αντλήσει και αρχειοθετήσει πληροφορίες σχετικά με αυτούς. Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα χρειάζονται λιγότερες πληροφορίες από τους πελάτες τους (για να αξιολογήσουν την συμβατότητά τους) στην περίπτωση

¹³⁷ Αναλυτικότερη περιγραφή της απαιτούμενης πληροφόρησης προς τους επενδυτές βλ. Κεφάλαιο 2^ο της παρούσας εργασίας.

¹³⁸ Άρθρο 19 παράγραφος 3 της οδηγίας 2004/39/EK.

προηγούμενης μακροχρόνιας συνεργασίας μαζί τους, αφού θα έχουν ήδη διαπιστώσει την επενδυτική τους εμπειρία και συμπεριφορά.¹³⁹

Ένας προβληματισμός που έχει διατυπωθεί είναι ότι οι πληροφορίες που ο επενδυτής πρέπει να παρέχει στην επιχείρηση επενδύσεων προκειμένου να διενεργήσει τα τεστ καταλληλότητας και συμβατότητας είναι τόσο εκτεταμένες ώστε ενδέχεται να οδηγήσει σε αποτελέσματα αντίθετα με τα επιθυμητά. Για παράδειγμα, σε περίπτωση αδυναμίας ενός ιδιώτη πελάτη να παρέχει το σύνολο των απαιτούμενων πληροφοριών, τότε η επιχείρηση επενδύσεων δεν θα μπορεί παρά να του προσφέρει τα πιο απλά βασικά προϊόντα ενδεχομένως και με τις χαμηλότερες αποδόσεις¹⁴⁰. Συνεπώς, η αδυναμία που περιγράφηκε παραπάνω μπορεί να οδηγήσει σε περιορισμό του εύρους των προϊόντων στα οποία έχει την δυνατότητα να επενδύσει.

Παράλληλα, υπάρχει πιθανότητα οι ιδιώτες επενδυτές να αποφύγουν να επενδύσουν σε πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, λόγω της ύπαρξης των προαναφερθέντων αυξημένων γραφειοκρατικών διαδικασιών και της υποχρέωσης παροχής εκτεταμένων πληροφοριών. Συνακόλουθο αποτέλεσμα είναι ότι η οδηγία, με τις αυξημένες απαιτήσεις προς πληροφόρηση που απαιτεί, αντί πάλι να διευρύνει το φάσμα των διαθέσιμων προϊόντων, να οδηγεί ακριβώς στο αντίθετο αποτέλεσμα, δηλαδή στον περιορισμό των επενδυτικών επιλογών.¹⁴¹

Ακόμα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων για την επεξεργασία και οργάνωση όλων αυτών των πληροφοριών (detailed “know your customer” information) που απαιτούνται να αντλήσουν από τους πελάτες τους, θα πρέπει να υιοθετήσουν τους κατάλληλους μηχανισμούς και να επενδύσουν σε ανάλογη τεχνολογία, πράγμα που συνεπάγεται κόστος για τις επιχειρήσεις επενδύσεων. Επιπροσθέτως, τα πληροφοριακά συστήματα που θα χρησιμοποιηθούν για την διαχείριση των «προσωπικών» αυτών δεδομένων-

¹³⁹ Alessandra Chirico, Suitability and Appropriateness under MiFID: “Faithfull watchdogs or terrible twins?” no 9 / September 2007, ECMI Policy Brief, σελ.7.

¹⁴⁰ Jean –Pierre Casey and Karel Lanoo, “The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level Playing field?” ECMI Policy Brief No 1 / May 2006, pag.5

¹⁴¹ Παναγιώτης Σταϊκούρας, «Οι νέες προκλήσεις της Οδηγίας 2004/39/EK για τους διαμεσολαβητές επενδυτικών υπηρεσιών, την διαφάνεια των κεφαλαιαγορών και την λειτουργία των ρυθμιζόμενων αγορών», μελέτη , 2007, p. 11.

πληροφοριών θα πρέπει να είναι ασφαλή.¹⁴² Αποτελεί κατά κοινή ομολογία πάγια τακτική όλων των ειδών των επιχειρήσεων το επιπλέον κόστος να επιβαρύνει εν τέλει τον αποδέκτη – πελάτη.

Επίσης, σχετικά με το κόστος εφαρμογής των δύο τεστ έχει αποδειχθεί ότι οι μικρού μεγέθους επιχειρήσεις επιβαρύνθηκαν λιγότερο για την εφαρμογή του νόμου σε σύγκριση με τις μεγάλες επιχειρήσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μικρές επιχειρήσεις γνωρίζουν τους πελάτες τους «καλύτερα», αφού ο περιορισμένος αριθμός τους, τους το επιτρέπει. Σε αντίθεση, οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν αναπτύξει διαδικασίες για την επίτευξη του παραπάνω σκοπού, οι οποίες τις επιβάρυναν με επιπλέον κόστος.¹⁴³

Τέλος, αξίζει να σημειώσουμε ότι μεγάλη υπευθυνότητα σε ότι αφορά τα τεστ καταλληλότητας και συμβατότητας πρέπει να επιδείξουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων που «πουλούν» σύνθετα παράγωγα προϊόντα, λόγω της φύσης των συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών μέσων. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κ. Trichet J.-C., σε ομιλία του εξέθεσε την άποψή του σχετικά με τα δομημένα προϊόντα λέγοντας :

“ instruments and structures that cannot be fully understood even by those who bear the ultimate responsibility of the level of risk taken by financial institutions should not be acquired or set up by banks and investors who are lacking sufficient sophistication in the management of the risks”.¹⁴⁴

Η τήρηση της υποχρέωσης διενέργειας τεστ καταλληλότητας/ συμβατότητας ίσως βοηθήσει στο μέλλον να αποφευχθούν κρίσεις όπως η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση- sub-prime mortgage crisis (η οποία κυρίως προήλθε από τα αυξημένου κινδύνου δάνεια τα οποία ομαδοποιήθηκαν και πουλήθηκαν σε θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι δεν αντιλήφθηκαν την φύση του κινδύνου που εκείνα ενείχαν). Το παραπάνω θα επιτευχθεί με την ελαχιστοποίηση της πιθανότητας οι ιδιώτες πελάτες να

¹⁴² Alessandra Chirico, Suitability and Appropriateness under MiFID: “Faithfull watchdogs or terrible twins?” no 9 / September 2007, ECMI Policy Brief, σελ.7

¹⁴³ Jean –Pierre Casey and Karel Lanoo, “The MiFID Revolution” ECMI Policy Brief No 3 / November 2006, pag.7

¹⁴⁴ J.-C. Trichet, Hearing at the economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, BRUSSELS, 11 September 2007.

αγοράσουν μη συμβατά ή ακατάλληλα για εκείνους χρηματοοικονομικά μέσα.¹⁴⁵

Παρακάτω παραθέτουμε έναν συνοπτικό πίνακα (πίνακας 1) για την καλύτερη κατανόηση του ελέγχου καταλληλότητας και συμβατότητας του επενδυτή σύμφωνα με τα προαναφερθέντα :

EXPLANATORY TABLE¹⁴⁶

Type of test	Type of service	Information required	Exemptions
<p><u>SUITABILITY</u></p> <p>(the assessment is more comprehensive for retail clients)</p> <p><u>N.B.</u></p> <p>When servicing professional Clients and ECPs, the first type of information required (knowledge and experience) can be assumed, making the entire test less onerous.</p> <p>The same assumption can be made for Professional Clients (other than opted-up Clients) and ECP, with regard to the ability to bear financial risks</p>	<p>Discretionary Portfolio Management</p> <p>&</p> <p>Provision of Investment Advice</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◦ Client's knowledge and experience ◦ Overall financial situation ◦ Investment objectives ◦ Other relevant circumstances (e.g. risk appetite) 	<p>Listed shares; Money market instruments; bonds; securitized debt(with no derivatives); UCITS; non-complex financial instruments</p> <p>Provided that:</p> <p>-the service is provided at the initiative of the client or potential client</p> <p>-the client receive a proper risk warning, and</p> <p>-the investment firm complies with the requirements relating to conflicts of interest.</p>

¹⁴⁵ Alessandra Chirico, Suitability and Appropriateness under MiFID: "Faithfull watchdogs or terrible twins?" no 9 / September 2007, ECMI Policy Brief σελ.9

¹⁴⁶ Alessandra Chirico, Suitability and Appropriateness under MiFID: "Faithfull watchdogs or terrible twins?" no 9 / September 2007, ECMI Policy Brief, σελ.7

Type of test	Type of service	Information required	Exemptions
<u>APPROPRIATENESS</u>	Execution only business (i.e. receiving and transmitting orders) in unlisted shares and complex financial instruments (directives, products) OTC	<p>Client's knowledge and experience with regard to:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) The types of service, transaction and financial instrument with which the client is familiar; b) The nature, volume, and frequency of the client's transactions in financial instruments and the period over which they have been carried out; c) The level of education, and the profession or relevant former profession of the client or potential client. 	Same exemption as for the suitability

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

«ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ / ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΒΕΛΤΙΣΤΗΣ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ»

4.1 Γενικοί κανόνες σχετικά με την εκτέλεση εντολών

Σύμφωνα με την ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/ΕΚ, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν λάβει άδεια να εκτελούν εντολές για λογαριασμό πελατών οφείλουν να διασφαλίζουν την έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση των εντολών πελατών σε σχέση με τις εντολές άλλων πελατών ή με τα συμφέροντα της ίδιας της επιχείρησης επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων της σε χρηματοπιστωτικά μέσα¹⁴⁷.

Αποτελεί ακόμα υποχρέωση της επιχείρησης επενδύσεων η εκτέλεση συγκρίσιμων εντολών πελατών με χρονική προτεραιότητα, ανάλογα με τον χρόνο λήψης κάθε τέτοιας εντολής από την επιχείρηση επενδύσεων.

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων κατά την εκτέλεση των εντολών των πελατών τους θα πρέπει να πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις¹⁴⁸:

- ü Να διασφαλίζουν ότι όλες οι εντολές που τους έχουν δοθεί από τους δυνητικούς επενδυτές και εκτελούνται για λογαριασμό τους, καταχωρίζονται και επιμερίζονται άμεσα και με ακρίβεια,
- ü Να εκτελούν τις, κατά τα λοιπά στοιχεία, συγκρίσιμες εντολές πελατών με τη χρονική σειρά που αυτές λαμβάνονται και άμεσα, εκτός εάν τα χαρακτηριστικά της εντολής ή οι συνθήκες της αγοράς δεν το επιτρέπουν, ή εάν τα συμφέροντα του πελάτη απαιτούν διαφορετικό χειρισμό, και τέλος

¹⁴⁷ Άρθρο 22, της ευρωπαϊκής οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

¹⁴⁸ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/ΕΚ, άρθρο 47.1

- ü Να ενημερώνουν τον ιδιώτη πελάτη σχετικά με κάθε ουσιώδη δυσχέρεια που μπορεί να επηρεάσει την καλή εκτέλεση των εντολών, αμέσως μόλις λάβουν γνώση του προβλήματος αυτού.

Παράλληλα, η επιχείρηση επενδύσεων που είναι υπεύθυνη για την επίβλεψη ή την πραγματοποίηση του διακανονισμού μιας εντολής που έχει ήδη εκτελεστεί, λαμβάνει κάθε εύλογο μέτρο, με σκοπό να διασφαλίσει ότι τα χρηματοπιστωτικά μέσα ή κεφάλαια των πελατών, τα οποία παραλαμβάνει για το διακανονισμό της εντολής που έχει εκτελεστεί, καταχωρούνται άμεσα και σωστά στο λογαριασμό του δικαιούχου¹⁴⁹.

Κατά την εκτέλεση των εντολών δεν πρέπει να γίνεται αθέμιτη χρήση πληροφοριών που αφορούν εκκρεμείς εντολές πελατών της, από την επιχείρηση επενδύσεων. Ακόμα θα πρέπει να λαμβάνονται από την επιχείρηση επενδύσεων και όλα τα εύλογα μέτρα, προκειμένου να αποφευχθεί η αθέμιτη χρήση των πληροφοριών αυτών από καλυπτόμενα πρόσωπα (πχ. τα διευθυντικά στελέχη και οι συνδεδεμένοι αντιπρόσωποι)¹⁵⁰.

Επίσης, οι επιχειρήσεις επενδύσεων δεν επιτρέπεται να εκτελούν μια εντολή πελάτη τους ή μια συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό ομαδοποιώντας την με εντολή άλλου πελάτη, εκτός εάν συντρέχουν οι παρακάτω προϋποθέσεις¹⁵¹ :

- ü Πρέπει να μην υπάρχει πιθανότητα, η ομαδοποίηση των εντολών και των συναλλαγών να αποβεί συνολικά σε βάρος του πελάτη, του οποίου η εντολή πρόκειται να ομαδοποιηθεί,
- ü Η επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να γνωστοποιεί στον πελάτη, του οποίου η εντολή πρόκειται να ομαδοποιηθεί, ότι η ομαδοποίηση είναι πιθανό να αποβεί σε βάρος του σε σχέση με μια συγκεκριμένη εντολή, και
- ü Πρέπει ακόμα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων να θεσπίζουν και να θέτουν σε εφαρμογή αποτελεσματική πολιτική που να καθορίζει

¹⁴⁹ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/EK

¹⁵⁰ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/EK, άρθρο 47

¹⁵¹ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/EK άρθρο 47.3

με σαφήνεια τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιείται ο δίκαιος επιμερισμός των ομαδοποιημένων εντολών και συναλλαγών. Επίσης, θα πρέπει η πολιτική αυτή να καθορίζει και τον τρόπο με τον οποίο ο όγκος και η τιμή των εντολών επηρεάζουν τον επιμερισμό τους. Τέλος, θα πρέπει να καθορίζεται και ο χειρισμός των εντολών που χειρίζονται μερικώς.

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων που έχουν ομαδοποιήσει συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό με μία ή περισσότερες εντολές πελατών απαγορεύεται να επιμερίζουν τις σχετικές συναλλαγές κατά τρόπο επιζήμιο για έναν πελάτη. Ακόμα, όταν η επιχείρηση επενδύσεων ομαδοποιεί εντολή πελάτη σε συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό και η ομαδοποιημένη εντολή εκτελείται εν μέρει, τότε οφείλει να επιμερίζει τις σχετικές συναλλαγές κατά προτεραιότητα στον πελάτη σε σχέση με την ίδια. Όμως, κατ' εξαίρεση, εάν η επιχείρηση επενδύσεων μπορεί να τεκμηριώσει ότι χωρίς την ομαδοποίηση αυτή, δεν θα ήταν σε θέση είτε να εκτελέσει την εντολή, είτε δεν θα ήταν σε θέση να την εκτελέσει με τους ευνοϊκότερους όρους, έχει τη δυνατότητα να επιμερίσει τη συναλλαγή για ίδιο λογαριασμό αναλογικά, σύμφωνα με την πολιτική επιμερισμού των εντολών¹⁵².

Σε περίπτωση οριακής εντολής πελάτη που αφορά μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά και που δεν εκτελείται αμέσως με τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να λάβει μέτρα για να διευκολύνει την ταχύτερη δυνατή εκτέλεση της εντολής ανακοινώνοντας αμέσως και δημόσια την οριακή εντολή του πελάτη με τρόπο ευπρόσιτο στους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά.

Με την καθιέρωση της παραπάνω υποχρέωσης¹⁵³ :

ü Πρώτον, δημοσιοποιούνται πληροφορίες σχετικές με το αγοραστικό ενδιαφέρον, οι οποίες είναι σημαντικές για την

¹⁵² Άρθρο 48 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/EK και σύμφωνα με το άρθρο 26, της 1/452/1.11.2007 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

¹⁵³ Άρθρο 22 παράγραφος 2 της οδηγίας 2004/39/EK.

διαμόρφωση ορθολογικών και ισορροπημένων επενδυτικών αποφάσεων,

- Δεύτερον, εξασφαλίζονται καλύτερες προϋποθέσεις εκτέλεσης των εντολών, με δεδομένο το ότι εισάγεται μία νέα πηγή ανταγωνισμού για τους ειδικούς διαπραγματευτές. Με τον τρόπο αυτό, αν μία οριακή εντολή είναι καλύτερη από τις τιμές αγοράς – πώλησης ενός ειδικού διαπραγματευτή, εκείνος μπορεί ή να βελτιώσει τις τιμές που προσφέρει και να εκτελέσει την εντολή, ή εναλλακτικά να ανακοινώσει δημόσια την εντολή.¹⁵⁴

Τέλος, η επιχείρηση επενδύσεων θεωρείται ότι εκπληρώνει την παραπάνω υποχρέωσή τους εάν διαβιβάσει την εντολή του πελάτη σε οργανωμένη αγορά ή σε Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης¹⁵⁵.

4.2 Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών (best execution)

Η υποχρέωση εκτέλεσης των εντολών των πελατών από τις επιχειρήσεις επενδύσεων με τους πλέον ευνοϊκούς όρους αποτελεί το νέο καινοτόμο εργαλείο που εισάγεται με την υιοθέτηση της οδηγίας MiFID στο πλαίσιο της ενίσχυσης της προστασίας των τελευταίων. Η υποχρέωση αυτή αποσκοπεί σε μεγάλο βαθμό στην προστασία του επενδυτή από την εμφάνιση συγκρούσεων ανάμεσα στο συμφέρον του ίδιου και σε εκείνο της επιχείρησης επενδύσεων ή ανάμεσα στα συμφέροντα των πελατών της. Ωστόσο, η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης αποτελεί γενικότερη αρχή δεοντολογίας που διέπει τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων επενδύσεων και υπάρχει ανεξάρτητα ακόμη από την ενδεχόμενη ύπαρξη σύγκρουσης

¹⁵⁴ Χ.Γκόρτσος –Π. Σταϊκούρας- Χ.Λιβαδά, «Το ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς», Ελληνική Ένωση Τραπεζών – Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, Νοέμβριος 2008.

¹⁵⁵ Άρθρο 22 παράγραφος 2 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ και και άρθρο 31 του ευρωπαϊκού κανονισμού 1287/2006.

ανάμεσα στα συμφέροντα της ίδιας της επιχείρησης επενδύσεων και του πελάτη της, με αφορμή την εκτέλεση συγκεκριμένης εντολής του¹⁵⁶.

Σύμφωνα με το σχετικό άρθρο της οδηγίας MiFID¹⁵⁷, οι επιχειρήσεις επενδύσεων έχουν την υποχρέωση «να ενεργούν όλα τα ευλόγως αναγκαία ώστε να επιτυγχάνουν κατά την εκτέλεση εντολών το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη, λαμβανομένων υπόψη της τιμής, του κόστους, της ταχύτητας, της πιθανότητας εκτέλεσης και διακανονισμού, του όγκου, της φύσης, και οποιουδήποτε άλλου παράγοντα αφορά την εκτέλεση της εντολής».

Η βέλτιστη εκτέλεση εξαρτάται από ένα σύνολο παραγόντων, όπως είναι η τιμή, το κόστος ή η ταχύτητα εκτέλεσης, σε καθέναν από τους οποίους ο κάθε επενδυτής αποδίδει διαφορετική βαρύτητα. Αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος που η οδηγία αναγνωρίζει στον επενδυτή το δικαίωμά του να προσδιορίζει τους ειδικότερους όρους εκτέλεσης των εντολών του, δίνοντας σχετικές οδηγίες στην επιχείρηση επενδύσεων.

Στην περίπτωση που δεν δίνονται συγκεκριμένες οδηγίες στην επιχείρηση επενδύσεων από τον επενδυτή, η επιχείρηση επενδύσεων δικαιούται να σταθμίσει μόνη της τη βαρύτητα των επιμέρους παραγόντων και να καταλήξει σε δική της απόφαση για τη σύνθεσή τους, κατά την εκτέλεση της συγκεκριμένης εντολής. Η απόφαση, ωστόσο, της επιχείρησης επενδύσεων δεν στηρίζεται σε απολύτως δικά της κριτήρια, αλλά κυρίως στην άποψη που έχει ήδη προηγουμένως σχηματίσει για τη γνώση, την εμπειρία, την οικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του συγκεκριμένου πελάτη της.¹⁵⁸

Αναλυτικότερα, κατά την εκτέλεση των εντολών πελατών, οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα παρακάτω

¹⁵⁶ Απόστολος Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δικαίο επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σακκουλα, 2008, κεφάλαιο 6^ο, Β. Ι.

¹⁵⁷ Με το άρθρο 21 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ πραγματοποιείται ειδική ρύθμιση της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης.

¹⁵⁸ Σύμφωνα με τις παραγράφους 4 και 5 του άρθρου 19 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ, όπως αναλύθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο (Know your Customer).

στοιχεία ώστε να είναι σε θέση να προσδιορίσουν την σπουδαιότητα των διάφορων παραγόντων βέλτιστης εκτέλεσης¹⁵⁹ :

- ü Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του πελάτη, και ιδιαίτερα την κατηγορία στην οποία τον έχουν κατατάξει (ιδιώτης ή επαγγελματίας πελάτης),
- ü Τα χαρακτηριστικά της εντολής του πελάτη,
- ü Τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο της εντολής,
- ü Τα χαρακτηριστικά των τόπων εκτέλεσης στους οποίους μπορεί να διαβιβαστεί προς εκτέλεση η εντολή.

4.2.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες της βέλτιστης εκτέλεσης

Ο τόπος εκτέλεσής¹⁶⁰ είναι ο πρώτος από τους παράγοντες που φέρει τη μεγάλη βαρύτητα για την εκτέλεση μίας εντολής. Από τους τόπους εκτέλεσης κυρίαρχη θέση και μεγαλύτερη προτίμηση κατέχουν οι οργανωμένες αγορές και οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης¹⁶¹. Η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να λάβει, εκ των προτέρων, συναίνεση για την εκτός οργανωμένων αγορών ή πολυμερών μηχανισμών εκτέλεση των εντολών του πελάτη, είτε με μορφή γενικής συμφωνίας είτε με σχετική συμφωνία για συγκεκριμένες εντολές. Ωστόσο το παραπάνω δικαίωμα υπάρχει εφόσον η επιχείρηση επενδύσεων συγκαταλέγει τους προαναφερθέντες τόπους εκτέλεσης στην επίσημη πολιτική εκτέλεσης εντολών που εφαρμόζει και έχει προηγουμένως ενημερώσει σχετικά τους πελάτες της¹⁶².

¹⁵⁹ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/ΕΚ, άρθρο 44 παράγραφος 1.

¹⁶⁰ δηλαδή η αγορά που η επιχείρηση επενδύσεων μπορεί μεταξύ περισσότερων άλλων να επιλέξει, βλ. άρθρο 44.1 της εκτελεστικής οδηγίας 2006/73/ΕΚ.

¹⁶¹ Σύμφωνα πάντα με το κείμενο της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

¹⁶² Σύμφωνα με το άρθρο 20 της οδηγίας MiFID.

Για την ορθή επιλογή του τόπου εκτέλεσης των εντολών θα πρέπει να έχει προηγηθεί από τις επιχειρήσεις επενδύσεων η έρευνα στις διαθέσιμες αγορές ώστε να επιτευχθεί το βέλτιστο αποτέλεσμα, το οποίο χαρακτηρίζεται από την επίτευξη καλύτερης τιμής, μεγαλύτερης ρευστότητας, δηλαδή μεγαλύτερης πιθανότητας εκτέλεσης της εντολής, καθώς και μεγαλύτερης ταχύτητας στην εκτέλεση της εντολής. Συνήθως, προτιμάται από τις επιχειρήσεις επενδύσεων η αγορά στην οποία πραγματοποιείται κατά κανόνα η εκτέλεση εντολών του ίδιου είδους.

Η τιμή αποτελεί τον δεύτερο αλλά εξίσου σημαντικό παράγοντα που προσδιορίζει την βέλτιστη εκτέλεση. Αξίζει να διευκρινίσουμε ότι όταν μία επιχείρηση επενδύσεων εκτελεί εντολή για λογαριασμό ιδιώτη πελάτη, το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα προσδιορίζεται σε όρους συνολικού τιμήματος. Το τελευταίο αντιπροσωπεύει το άθροισμα της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου συν τις χρεώσεις που συνδέονται με την εκτέλεση της εντολής, συμπεριλαμβανομένων όλων των εξόδων που βαρύνουν τον πελάτη και συνδέονται άμεσα με την εκτέλεση της εντολής. Στα παραπάνω έξοδα θα πρέπει πάντα να περιλαμβάνονται τα τέλη του τόπου εκτέλεσης, τα τέλη εκκαθάρισης και διακανονισμού και όλες οι σχετικές αμοιβές που καταβάλλονται σε τρίτους οι οποίοι συμμετέχουν στην εκτέλεση της εντολής αυτής.¹⁶³

Έναντι της άμεσης τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου και του κόστους εκτέλεσης υπερισχύουν η ταχύτητα και η πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, το μέγεθος και η φύση της εντολής στο μέτρο που συμβάλλουν με καθοριστικό τρόπο στην επίτευξη του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος όσον αφορά το συνολικό τίμημα που κατέβαλε ο πελάτης.

Σε περίπτωση που γίνει αξιολόγηση και σύγκριση των αποτελεσμάτων¹⁶⁴, που θα επιτύγχανε η επιχείρηση επενδύσεων κατά την εκτέλεση των εντολών του πελάτη σε διαφορετικούς τόπους εκτέλεσης, πρέπει να ληφθούν υπόψη οι προμήθειες που εισπράττει η ίδια η επιχείρηση

¹⁶³ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/ΕΚ άρθρο 44 παράγραφος 3.

¹⁶⁴ Σχετικά με το συνολικό τίμημα που θα επιβαρύνει τον πελάτη, βλ. εκτελεστική Οδηγία 2006/73/ΕΚ άρθρο 44 παράγραφος 3.

επενδύσεων και οι χρεώσεις που βαρύνουν τον πελάτη για την εκτέλεση της εντολής σε καθέναν από τους τόπους εκτέλεσης, οι οποίοι ανταγωνίζονται μεταξύ τους για την εκτέλεση της εντολής, περιλαμβάνονται στην πολιτική της επιχείρησης επενδύσεων για την εκτέλεση των εντολών και μπορούν να εκτελέσουν τη συγκεκριμένη εντολή.

Αποτελεί, ωστόσο, υποχρέωση της επιχείρησης επενδύσεων να μην χρεώνει ή διαρθρώνει τις προμήθειές της κατά τρόπο που να εισάγει αθέμιτες διακρίσεις μεταξύ των τόπων εκτέλεσης.¹⁶⁵

Ο τρίτος παράγοντας που σχετίζεται με την πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης είναι η ταχύτητα εκτέλεσης της εντολής. Κατά κανόνα, οι εντολές των πελατών πρέπει να εκτελούνται στο συντομότερο χρόνο που είναι δυνατόν.

Στην πράξη, η γρήγορη εκτέλεση μετριάζεται από την δράση πραγματικών ή νομικών παραγόντων, όπως για παράδειγμα η διαβίβαση εντολής σε απομακρυσμένη αγορά ή εφαρμογή της νομοθεσίας για την απαγόρευση κατάχρησης της αγοράς¹⁶⁶. Ωστόσο, κάθε καθυστέρηση στην εκτέλεση των εντολών του πελάτη πρέπει να δικαιολογείται από το συμφέρον του πελάτη.

Η περίπτωση προτίμησης από μία επιχείρηση ενός πελάτη της έναντι άλλων πελατών της, όσον αφορά τη ταχύτητα των εντολών τους, είναι σύνηθες φαινόμενο. Η καθυστέρηση ωστόσο εκτέλεσης των εντολών μπορεί να συμπέσει με χειροτέρευση της αγοράς με αποτέλεσμα την ζημία των πελατών που οι εντολές τους δεν εκτελέσθηκαν εγκαίρως.

Για τον παραπάνω λόγο οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να εφαρμόζουν διαδικασίες και μηχανισμούς που να επιτρέπουν την εκτέλεση κατά τα άλλα συγκρίσιμων εντολών πελατών σύμφωνα με τον χρόνο λήψης τους από την επιχείρηση επενδύσεων¹⁶⁷. Η τελευταία υποχρέωση αποτελεί ένα από τα μέτρα αντιμετώπισης συγκρούσεων ανάμεσα στο συμφέρον του

¹⁶⁵ Εκτελεστική οδηγία 2006/73/ΕΚ, άρθρο 44 παράγραφος 4.

¹⁶⁶ Απόστολος Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκουλα, 2008, κεφάλαιο 6^ο, Β. ΙΙ.2.

¹⁶⁷ Άρθρο 22 παράγραφος 1 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

πελάτη- επενδυτή και σε αυτό της επιχείρησης επενδύσεων ή άλλων πελατών της.

4.2.2 Υποχρέωση εκπόνησης πολιτικής εκτέλεσης εντολών από τις επιχειρήσεις επενδύσεων

Η καθιέρωση της υποχρέωσης των επιχειρήσεων επενδύσεων «να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν πολιτική εκτέλεσης εντολών που να τους επιτρέπουν να επιτυγχάνουν το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα για τις εντολές των πελατών τους»¹⁶⁸ αποτελεί καινοτομία που εισήγαγε η οδηγία MiFID.

Αναλυτικότερα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν πολιτική εκτέλεσης των εντολών των πελατών, η οποία θα πρέπει να περιλαμβάνει για κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο τα παρακάτω¹⁶⁹ :

- ü Τους τόπους στους οποίους η επιχείρηση επενδύσεων εκτελεί τις εντολές των πελατών αλλά και τους παράγοντες που επηρεάζουν και σύμφωνα με εκείνους επιλέγουν τον τόπο εκτέλεσης,
- ü Τους τόπους στους οποίους η επιχείρηση επενδύσεων δύναται συστηματικά να επιτυγχάνει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα κατά την εκτέλεση των εντολών των πελατών της.

Ταυτόχρονα οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να παρέχουν στους ιδιώτες πελάτες τις παρακάτω πληροφορίες σχετικά με την πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης που έχουν θέσει σε εφαρμογή, σε εύθετο χρόνο πριν από την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας¹⁷⁰ :

- ü Τη βαρύτητα που αποδίδει η επιχείρηση επενδύσεων στους παράγοντες βέλτιστης εκτέλεσης ή τη μέθοδο με την οποία η επιχείρηση προσδιορίζει τη σχετική βαρύτητα,

¹⁶⁸ Άρθρο 21 παράγραφος 2 της οδηγίας 2004/39/EK.

¹⁶⁹ Εκτελεστική οδηγία 2006/73/EK, άρθρο 46.

¹⁷⁰ Εκτελεστική οδηγία 2006/73/EK , άρθρο 46 παράγραφος 2.

- ü Τον κατάλογο των τόπων εκτέλεσης, στους οποίους βασίζεται κυρίως η επιχείρηση επενδύσεων προκειμένου να εκπληρώνει την υποχρέωσή της να λαμβάνει όλα τα εύλογα μέτρα προκειμένου να επιτυγχάνει σε σταθερή βάση το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα κατά την εκτέλεση των εντολών των πελατών.
- ü Σαφή και εμφανή προειδοποίηση ότι τυχόν συγκεκριμένες οδηγίες από τον πελάτη της, υπάρχει ενδεχόμενο να εμποδίσουν την επιχείρηση επενδύσεων να λάβει τα μέτρα που προβλέπονται στην πολιτική εκτέλεσης εντολών, προκειμένου να επιτυγχάνει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα κατά την εκτέλεση των εντολών ως προς τα στοιχεία που καλύπτονται από τις οδηγίες του πελάτη.

Οι πελάτες θα πρέπει να ενημερώνονται για την ακολουθούμενη πολιτική εκτέλεσης εντολών και να παρέχουν εγγράφως τη συναίνεσή τους. Στην ειδική περίπτωση που η πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης της επιχείρησης επενδύσεων περιλαμβάνει την δυνατότητα εκτέλεσης των εντολών εκτός οργανωμένης αγοράς ή πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης, η επιχείρηση επενδύσεων έχει την υποχρέωση να ενημερώνει σχετικά τους πελάτες της και να εξασφαλίζουν εκ των προτέρων τη ρητή συναίνεσή τους πριν εκτελέσουν τις εντολές τους εκτός των οργανωμένων αγορών¹⁷¹.

Επίσης, αξίζει να σημειώσουμε, ότι η εφαρμογή του μέτρου υιοθέτησης πολιτικής εκτέλεσης εντολών έχει δυναμικό χαρακτήρα, αφού η οδηγία MiFID προβλέπει την πρόσθετη υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων να παρακολουθούν την αποτελεσματικότητα της πολιτικής που εφαρμόζουν ως προς την εκτέλεση των εντολών που λαμβάνουν από τους πελάτες τους, με σκοπό να μπορούν εύκολα να εντοπίζουν και να διορθώνουν τυχόν ελλείψεις.¹⁷²

Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να «εξετάζουν τακτικά κατά πόσον οι τόποι εκτέλεσης που προβλέπονται στην πολιτική εκτέλεσης εντολών επιτυγχάνουν το βέλτιστο αποτέλεσμα για τους πελάτες

¹⁷¹ Οδηγία 2004/39/ΕΚ, άρθρο 21 παράγραφος 3.

¹⁷² Οδηγία 2004/39/ΕΚ άρθρο 21 παράγραφος 4.

τους» και «να επιφέρουν αλλαγές στις ρυθμίσεις εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν, όποτε κρίνουν ότι χρειάζεται»¹⁷³. Επίσης, εισάγεται και υποχρέωση προειδοποίησης του πελάτη για κάθε ουσιαστική αλλαγή των ρυθμίσεων και της πολιτικής που η επιχείρηση επενδύσεων ακολουθεί κατά την εκτέλεση εντολών.

Παράλληλα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να είναι σε θέση να αποδείξουν στους πελάτες τους ανά πάσα στιγμή ότι οι εντολές τους έχουν εκτελεστεί σύμφωνα με την ακολουθούμενη πολιτική εκτέλεσης εντολών¹⁷⁴. Με τον τρόπο αυτό ενισχύεται το γενικό επίπεδο προστασίας των επενδυτών.

Ωστόσο από την οδηγία 2004/39/EK δεν διαφαίνεται η υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων να αξιολογούν την επίτευξη καλύτερων όρων για κάθε εντολή που λαμβάνουν, πραγματοποιώντας ειδική ανάλυση όλων των αγορών σε κάθε δεδομένη στιγμή. Η παραπάνω διαδικασία θα ενίσχυε την προστασία των επενδυτών, όμως το υπέρμετρο κόστος και ο χρόνος την καθιστούν απαγορευτική. Το κόστος αυτό θα επιβάρυνε στο τέλος και τον ίδιο τον επενδυτή με αποτέλεσμα σημαντικές απώλειες αποτελεσματικότητας σε ολόκληρη την κεφαλαιαγορά.¹⁷⁵

Η επανεξέταση της αποτελεσματικότητας της πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης πρέπει να πραγματοποιείται σε τακτική βάση κάθε έτος, ή όπως αναφέρθηκε και παραπάνω κάθε φορά που επέρχεται ουσιώδης μεταβολή¹⁷⁶, η οποία επηρεάζει την ικανότητα της επιχείρησης επενδύσεων να επιτυγχάνει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τους πελάτες της.

¹⁷³ Άρθρο 21, παράγραφος 4 της οδηγίας 2004/39/EK.

¹⁷⁴ Άρθρο 21 παράγραφος 5 της οδηγίας 2004/39/EK.

¹⁷⁵ Απόστολος Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σακκουλα, 2008, κεφάλαιο 6^ο, Β. ΙΙ.2.

¹⁷⁶ Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/EK, άρθρο 46.1.

4.3 Κριτική σχετικά με την υιοθέτηση της υποχρέωσης πολιτικής «βέλτιστης εκτέλεσης»

Ένα από τα ερωτήματα που γεννούνται, από τους σχετικούς κανόνες με την πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης που εισάγει η νέα οδηγία MiFID, είναι το γεγονός ότι οι πελάτες καλούνται να υπογράψουν πριν τη οποιαδήποτε παροχή επενδυτικής υπηρεσίας ότι συναινούν στην πολιτική που έχει υιοθετήσει η επιχείρηση επενδύσεων. Ωστόσο, οι πελάτες, στην πλειονότητά τους και ιδίως όταν πρόκειται για πελάτες που έχουν κατηγοριοποιηθεί ως «ιδιώτες πελάτες», είναι πιθανό να μην έχουν τις εξειδικευμένες ικανότητες που απαιτούνται ώστε να αξιολογήσουν κατά πόσο η συγκεκριμένη πολιτική που έχει υιοθετήσει η επιχείρηση επενδύσεων μπορεί πράγματι να αποφέρει το βέλτιστο- άριστο για εκείνους αποτέλεσμα. Ακόμα, και αν πράγματι διαθέτουν τις απαιτούμενες γνώσεις και ικανότητες θα είναι εξαιρετικά χρονοβόρα και με μεγάλο κόστος διαδικασία για εκείνους να διενεργήσουν έρευνα αγοράς ώστε να οδηγηθούν σε κάποιο τελικό συμπέρασμα.

Παράλληλα, δεν διευκρινίζεται κατά πόσο οι αρμόδιες εποπτικές αρχές μπορούν να επέμβουν σε ότι αφορά τη χάραξη και υιοθέτηση της πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης.¹⁷⁷ Για παράδειγμα, στην Ελλάδα έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο επιχειρήσεις επενδύσεων να χρησιμοποιούν ως τόπους εκτέλεσης των εντολών τους επιχειρήσεις του ομίλου στον οποίο και οι ίδιες ανήκουν¹⁷⁸. Η παραπάνω επιλογή μπορεί στην πραγματικότητα να είναι αποτέλεσμα έρευνας και ανάλυσης των παραγόντων που επηρεάζουν τη βέλτιστη εκτέλεση, από την άλλη πλευρά μπορεί να αποσκοπεί στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων του ομίλου στον οποίο ανήκουν.

Επιπροσθέτως, η αξιολόγηση πολλών μεταβλητών- παραγόντων που επηρεάζουν τη βέλτιστη εκτέλεση απαιτεί από τις επιχειρήσεις επενδύσεων την υιοθέτηση της κατάλληλης τεχνολογίας ώστε να ελέγχουν τη βέλτιστη εκτέλεση. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις επενδύσεων χρησιμοποιούν τα

¹⁷⁷ Παναγιώτης Σταϊκούρας, «Οι νέες προκλήσεις της Οδηγίας 2004/39/EK για τους διαμεσολαβητές επενδυτικών υπηρεσιών, την διαφάνεια των κεφαλαιαγορών και την λειτουργία των ρυθμιζόμενων αγορών», μελέτη, 2007, σελ. 15.

¹⁷⁸ Εφημερίδα «το ΘΕΜΑ», ένθετο για τα οικονομικά.

λεγόμενα συστήματα «αλγοριθμικής εκτέλεσης των συναλλαγών»¹⁷⁹, τα οποία σε σύντομο χρονικό διάστημα αξιολογούν την πλειοψηφία των παραγόντων της βέλτιστης εκτέλεσης όπως τις τιμές στους διάφορους τόπους εκτέλεσης και προωθούν τις εντολές αυτόματα στους επιλεγέντες τόπους¹⁸⁰. Ωστόσο το κόστος αγοράς και εφαρμογής τους είναι μεγάλο, με μεγάλη πιθανότητα να καταλήξει τελικά στον επενδυτή.

Πολλοί αναλυτές έχουν εκφράσει την άποψη ότι θα έπρεπε από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να ζητηθεί να υπολογίζουν ένα δείκτη – όριο βέλτιστης εκτέλεσης (benchmark of best execution), ώστε να ενισχυθεί η εμπιστοσύνη κυρίως των μικρο-επενδυτών. Οι τελευταίοι θα μπορούν να ελέγχουν το κατά πόσο η συναλλαγή τους ολοκληρώθηκε με το βέλτιστο δυνατό τρόπο. Ο Dr.Kiran Karande, σε μελέτη του¹⁸¹, δημοσίευσε ένα δείκτη ο οποίος θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί από τις επιχειρήσεις επενδύσεων και αποτελεί στην ουσία ένα σταθμισμένο μέσο όρο των διαφόρων παραγόντων που επηρεάζουν την βέλτιστη εκτέλεση (όπως η ύπαρξη ικανοποιητικής πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης, οι οδηγίες του επενδυτή, η πιθανότητα εκτέλεσης, η ταχύτητα αλλά και το συνολικό τίμημα).

$$\text{Best execution benchmark (BEB)} = 0.15 * \text{execution policy} + 0.15 * \text{Special instructions} + 0.2 * \text{Likelihood of execution} - 0.2 * \text{Speed of execution} + 0.3 * \text{Total Consideration}$$

¹⁷⁹ Πρόκειται για μηχανές εκτέλεσης συναλλαγών χρησιμοποιούν πολύπλοκα μαθηματικά μοντέλα, αλγόριθμους και πληροφοριακά συστήματα προκειμένου να ελέγξουν με ταχύτητα τις συνθήκες συναλλαγών σε διάφορους τόπους εκτέλεσης.

¹⁸⁰ Η υιοθέτηση τέτοιων πλατφόρμων ενδέχεται να οδηγήσει στην ανεργία πλήθος εργαζομένων σε αυτό το τομέα σύμφωνα με έρευνα της IBM. Συγκεκριμένα το αποτέλεσμα της έρευνα έδειξε ότι “90% of traders in Europe will lose their jobs to algorithms by 2015”. Jean – Pierre Casey and Karel Lanoo, “The MiFID Revolution”, ECMI Policy Brief No 3 / May 2006, pag. 10

¹⁸¹ ¹⁸¹ Dr Kiran Karande, “MiFID Best Execution Benchmark”, paper available at <http://ssrn.com/abstract=982952>.

Η πρόσθεση και άλλων μη ποσοτικοποιημένων παραγόντων εκτός από το συνολικό τίμημα που προσδιορίζουν την βέλτιστη εκτέλεση δυσκολεύει την σύγκριση των πολιτικών της βέλτιστης εκτέλεσης των διάφορων επιχειρήσεων επενδύσεων από τους ιδιώτες πελάτες. Η χρήση δεικτών σαν τον προαναφερθέντα θα βοηθούσε περισσότερο στην σύγκριση¹⁸²

Ακόμα, ένα από τα πλεονεκτήματα της εφαρμογής της οδηγίας MiFID είναι ότι η εξάλειψη του «συγκεντρωτικού νόμου» στην Ευρώπη και το ευρωπαϊκό «διαβατήριο»¹⁸³ αυξάνει τον ανταγωνισμό μεταξύ των «τόπων εκτέλεσης των εντολών» σε διεθνές επίπεδο. Ο ανταγωνισμός αυτός οδηγεί σε καλύτερες τιμές και όρους. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων έχουν αυξημένη δυνατότητα επιλογής εναλλακτικών τόπων διενέργειας συναλλαγών, με αποτέλεσμα μεγαλύτερη πιθανότητα να επιτύχουν το βέλτιστο αποτέλεσμα για τους πελάτες τους. Αξίζει να αναφέρουμε ότι τόσο ο κ. Χρ. Καπράλος¹⁸⁴ ως πρόεδρος του Χ.Α.Α., όσο και οι υπόλοιποι ευρωπαίοι ομόλογοί του, τόνισαν ότι «τους τελευταίους μήνες εφαρμογής της οδηγίας MiFID είδαν την «πελατεία» των εθνικών χρηματιστηρίων να μειώνεται δραστικά, αφού οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες προτιμούν να πραγματοποιούν μεταξύ τους (μέσα από πλατφόρμες) τις συναλλαγές ώστε να μειώσουν το κόστος τους».¹⁸⁵

Τέλος, σε πρόσφατη έκθεσή της η CESR αξιολογώντας την επίπτωση της ευρωπαϊκής οδηγίας 2004/39/EK στην λειτουργία των δευτερογενών αγορών μετοχών αναφέρει ότι «από τότε που τέθηκε σε εφαρμογή η MiFID, πολλοί παράγοντες έχουν επηρεάσει το κόστος διαπραγμάτευσης, όπως ο αυξανόμενος ανταγωνισμός, ο οποίος είχε ως αποτέλεσμα πτωτικές πιέσεις στα άμεσα κόστη εκτέλεσης. Ταυτόχρονα, οι αυξημένες δαπάνες για τεχνολογία για την διαπραγμάτευση σε ένα περισσότερο κατατετμημένο

¹⁸²Dr Kiran Karande, "MiFID Best Execution Benchmark", paper available at <http://ssrn.com/abstract=982952>.

¹⁸³ Βλ. Εισαγωγή.

¹⁸⁴ Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αξιών της Αθήνας, Ομιλία στο 5^ο Διεθνές Συνέδριο Κεφαλαιαγορών.

¹⁸⁵ Γεωργιάς Βασιλείος, «Της αδιαφάνειας – στις συναλλαγές εκτός ΧΑ» Ελευθεροτυπία, 12.09.2008

περιβάλλον και γενικά η διερεύνηση των spreads προσφοράς και ζήτησης ως αποτέλεσμα των ευμετάβλητων συνθηκών αγοράς, έτειναν να αντισταθμίσουν την μείωση στις προμήθειες». Τέλος αξίζει να προσθέσουμε ότι «τα ευρήματα επίσης καταδεικνύουν τις ανησυχίες κάποιων συμμετεχόντων στην αγορά ότι η μείωση των προμηθειών στις πλατφόρμες διαπραγμάτευσης δεν έχουν περάσει ολοκληρωτικά από τους συμμετέχοντες στην αγορά στους επενδυτές».¹⁸⁶

¹⁸⁶ Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ΝΠΔΔ, δελτίο τύπου 10^{ης} Ιουλίου 2009, «Η CCSR αξιολογεί την επίπτωση της MiFID στην λειτουργία των δευτερογενών αγορών των μετοχών». Ανάλογη αξιολόγηση θα πραγματοποιήσει για την επίπτωση της οδηγίας στη λειτουργία μη μετοχικών αγορών. Η έκθεση αυτή αναμένεται να ολοκληρωθεί μέσα στο πρώτο τρίμηνο του 2010.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι χρηματιστηριακές κρίσεις των δύο τελευταίων δεκαετιών στις κεφαλαιαγορές και οι συνέπειες που προκάλεσαν σε οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό επίπεδο παγκοσμίως, οδήγησαν τους νομοθέτες πολλών κρατών και οργανισμών¹⁸⁷ στην ενίσχυση του πλαισίου προστασίας των επενδυτών. Η νομοθετική αντίδραση ήταν επιτακτική αφού η φιλελευθεροποίηση των διεθνών αγορών και η ταχεία εξάπλωση των τεχνολογιών της πληροφορικής και των επικοινωνιών δημιούργησαν ένα πλέγμα διασυνδεδεμένων κεφαλαιαγορών όπου ο χρόνος και ο χώρος συμπυκνώνεται και δημιουργεί συνθήκες υπεραγωγιμότητας των επενδυτικών ευκαιριών.¹⁸⁸

Η Ευρωπαϊκή Ένωση υιοθέτησε, προς επίτευξη συν τοις άλλοις και του προαναφερθέντος σκοπού, την Οδηγία 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID). Κύριοι στόχοι της Οδηγίας είναι η μεγαλύτερη διαφάνεια, η ενοποίηση των αγορών, η διευκόλυνση των διασυνοριακών συναλλαγών, η ενίσχυση του ανταγωνισμού αλλά και η αυξημένη προστασία των επενδυτών.

Η οδηγία εισάγει ένα πλήρες και ενοποιημένο εποπτικό πλαίσιο εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το οποίο καλύπτει ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων όπως οι μετοχές, τα ομόλογα, τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, τα προϊόντα προστασίας αρχικού

¹⁸⁷ Όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση.

¹⁸⁸ Καραγκουνίδης Απ., Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007.

κεφαλαίου, τα μερίδια σε Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και άλλα προϊόντα ειδικού τύπου. Οι νέες διατάξεις εφαρμόζονται σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα, στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ), στις οργανωμένες αγορές, στους διαχειριστές της αγοράς, και στις Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης.

Η ευρωπαϊκή οδηγία MiFID προσφέρει στους επενδυτές αυξημένη προστασία ως αποτέλεσμα της κατηγοριοποίησης των πελατών – επενδυτών ανάλογα με το επίπεδο γνώσης και εμπειρίας τους, της διασφάλισης ότι τα προϊόντα και οι υπηρεσίες ανταποκρίνονται στο προφίλ κινδύνου του πελάτη, της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών, των υψηλών προτύπων λήψης και διαβίβασης εντολών και τέλος ως αποτέλεσμα των αυστηρών διατάξεων αναφορικά με τη διαφάνεια και την παρεχόμενη πληροφόρηση.

Η οδηγία απαιτεί την κατηγοριοποίηση των πελατών βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων. Η επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να συλλέγει την κατάλληλη πληροφόρηση για τους απαιτούμενους ελέγχους καταλληλότητας και συμβατότητας, να υιοθετεί κανόνες βέλτιστης εκτέλεσης εντολών και να πληροφορεί τους πελάτες – επενδυτές και τις Αρμόδιες Αρχές σε συστηματική βάση.

Σύμφωνα με τα κριτήρια που καθορίζονται από την οδηγία MiFID, οι πελάτες κατηγοριοποιούνται σε μία από τις τρεις κατηγορίες επενδυτών (στους ιδιώτες ή στους επαγγελματίες ή στους επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους). Οι επενδυτές που ανήκουν στην κατηγορία των ιδιωτών πελατών απολαμβάνουν μεγαλύτερο επίπεδο επενδυτικής προστασίας σε σχέση με τους επαγγελματίες και τους επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους. Ωστόσο, οι πελάτες όλων των κατηγοριών έχουν το δικαίωμα να αιτηθούν εγγράφως την αλλαγή της κατηγορίας τους. Η επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να ενημερώσει τους πελάτες εγγράφως σχετικά με την κατηγοριοποίησή τους πριν την παροχή οποιασδήποτε επενδυτικής ή παρεπόμενης υπηρεσίας.

Σύμφωνα με την ευρωπαϊκή οδηγία η επιχείρηση επενδύσεων αξιολογεί την γνώση και εμπειρία που διαθέτουν οι πελάτες της, σχετικά με τα προσφερόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα, τις επενδυτικές ή παρεπόμενες

υπηρεσίες, την οικονομική τους κατάσταση και τους επενδυτικούς τους στόχους, ώστε να είναι σε θέση να τους συστήσει τις κατάλληλες επενδυτικές ή και παρεπόμενες υπηρεσίες και τα κατάλληλα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Συνεπώς, η οδηγία 2004/39/EK, απαιτεί να ακολουθείται μία διαδικασία που ονομάζεται έλεγχος καταλληλότητας, κατά την οποία η επιχείρηση επενδύσεων προβαίνει σε μία σειρά ερωτήσεων προς τον δυνητικό επενδυτή προκειμένου να κατανοήσει όσο το δυνατόν καλύτερα τα είδη των επενδύσεων που είναι κατάλληλα για τον επενδυτή .

Όταν η επιχείρηση επενδύσεων παρέχει στον επενδυτή την υπηρεσία των επενδυτικών συμβουλών τότε, όπως έχει αναλυτικά αναφερθεί στο σχετικό κεφάλαιο, πρέπει να διασφαλίσει ότι οι συμβουλές είναι κατάλληλες γι' αυτόν. Στην περίπτωση που ο επενδυτής δε λαμβάνει επενδυτικές συμβουλές από την επιχείρηση τότε αναμένεται ότι αναλαμβάνει ο ίδιος μεγαλύτερο βαθμό ευθύνης για τις επενδυτικές του αποφάσεις.

Αν επιθυμεί, ο επενδυτής, από την επιχείρηση επενδύσεων απλώς να ακολουθεί τις οδηγίες του, τότε ισχύει διαφορετικό πλαίσιο προστασίας. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση επενδύσεων ακολουθεί μια διαδικασία που ονομάζεται έλεγχος συμβατότητας. Σκοπός του ελέγχου αυτού του είδους είναι η προστασία εκείνων που δεν κατανοούν ή δεν έχουν επίγνωση των συνεπειών και του βαθμού κινδύνου μιας συναλλαγής ειδικά μάλιστα στην περίπτωση που τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι σύνθετα. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων εξετάζουν όλα τα κριτήρια για να διασφαλίσουν ότι οι προσφερόμενες υπηρεσίες αντιστοιχούν στο προφίλ του πελάτη – επενδυτή.

Όσον αφορά την πληροφόρηση που πρέπει να παρέχει η επιχείρηση επενδύσεων στον πελάτη πριν αλλά και κατά την διάρκεια της επένδυσης θα πρέπει να είναι «ακριβής, σαφής και μη παραπλανητική». Η αρχή αυτή θα πρέπει να ισχύει τόσο για το περιεχόμενο της πληροφόρησης όσο και για τον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται στον επενδυτή. Η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να παρέχει στον επενδυτή την κατάλληλη πληροφόρηση στο σωστό χρονικό σημείο πριν αυτός επενδύσει , ώστε να λάβει αποφάσεις επί γνώσει.

Η παρεχόμενη πληροφόρηση θα πρέπει να είναι αντίστοιχη του επιπέδου επενδυτικής προστασίας των πελατών. Δηλαδή, η πληροφορία που παρέχεται στους ιδιώτες πελάτες είναι ευρύτερη σε σχέση με αυτή που παρέχεται στις άλλες κατηγορίες επενδυτών.

Ο πελάτης θα πρέπει να λαμβάνει κατάλληλη πληροφόρηση σχετικά με την ίδια την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες που εκείνη προσφέρει στο επενδυτικό κοινό, με τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τους κινδύνους που ενέχει η επένδυση σε καθένα από τα είδη χρηματοπιστωτικών προϊόντων, με το κόστος και τις συνακόλουθες επιβαρύνσεις.

Παράλληλα, η ευρωπαϊκή οδηγία επιβάλλει στις επιχειρήσεις επενδύσεων να υιοθετήσουν την αρχή της «βέλτιστης εκτέλεσης» και να διαθέτουν τις αντίστοιχες πολιτικές και διαδικασίες προκειμένου να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο και να επιτυγχάνουν το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τους πελάτες τους κατά την εκτέλεση των εντολών τους.

Τα σημαντικότερα στοιχεία που λαμβάνονται υπόψη κατά τη «βέλτιστη εκτέλεση» των εντολών των πελατών είναι η τιμή, τα έξοδα, η ταχύτητα, η πιθανότητα εκτέλεσης και τέλος ο τόπος εκτέλεσης των εντολών. Για τον προσδιορισμό της βαρύτητας των παραπάνω παραγόντων η επιχείρηση επενδύσεων οφείλει να λαμβάνει υπόψη της τα επενδυτικά χαρακτηριστικά του πελάτη (συμπεριλαμβανομένης της κατηγοριοποίησης του ως ιδιώτη ή επαγγελματία πελάτη), τα χαρακτηριστικά της εντολής του πελάτη, τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού μέσου που αποτελεί το αντικείμενο της εντολής καθώς και τα χαρακτηριστικά των τόπων εκτέλεσης.

Για τους πελάτες οι οποίοι κατατάσσονται στην κατηγορία του ιδιώτη πελάτη, οι επιχειρήσεις επενδύσεων συνήθως προσδιορίζουν το βέλτιστο αποτέλεσμα βάσει του συνολικού τιμήματος¹⁸⁹. Για τους πελάτες οι οποίοι κατατάσσονται στην κατηγορία του επαγγελματία πελάτη οι επιχειρήσεις επενδύσεων συνηθίζουν να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στους λοιπούς

¹⁸⁹ το οποίο αναφέρεται στην τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου καθώς και στις σχετικές με την εκτέλεση χρεώσεις, συμπεριλαμβανομένων όλων των εξόδων που συνδέονται άμεσα με την εκτέλεση της εντολής

παράγοντες¹⁹⁰, προσδιορίζοντας κατά περίπτωση τη σημασία των παραγόντων αυτών.

Σε γενικές γραμμές, η οδηγία MiFID στοχεύει στην ανάπτυξη του ανταγωνισμού και στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας, στη διαπραγμάτευση των διαφόρων χρηματοπιστωτικών μέσων ταυτόχρονα με τη διατήρηση της προστασίας των επενδυτών. Λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού εγείρονται ανησυχίες σχετικά με τον υγιή ανταγωνισμό μεταξύ των διάφορων μορφών μηχανισμών διαπραγμάτευσης, τόσο μεταξύ ρυθμιζόμενων αγορών έναντι Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) όσο μεταξύ των ρυθμιζόμενων αγορών, ΠΜΔ έναντι των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών των επιχειρήσεων επενδύσεων.¹⁹¹

Αξίζει να προσθέσουμε την κριτική άποψη για την εφαρμογή της MiFID, που διατύπωσε ο κ. Χρήστος Καπράλος¹⁹² σε σχετική του ομιλία : «αν και η MiFID έχει δημιουργήσει νέες, συναρπαστικές ευκαιρίες για τους συντελεστές των αγορών, αυξάνοντας τον ανταγωνισμό, είναι πρώιμο να εκτιμήσει κανείς αν έχει πετύχει. Κατά γενική ομολογία, οι αρχικές εντυπώσεις είναι μοιρασμένες. Φαίνεται ότι ενώ οι θεσμικοί επενδυτές είναι σε γενικές γραμμές ικανοποιημένοι από το νέο καθεστώς, οι μικρότεροι επενδυτές υποφέρουν από ασυμμετρία πληροφόρησης». Σε άλλο σημείο της ομιλίας του ανέφερε ότι: «πολλές φορές οι διατάξεις της MiFID- και συγκεκριμένα της βέλτιστης εκτέλεσης – σχεδιάστηκαν κυρίως για να αυξήσουν το επίπεδο προστασίας των επενδυτών, παρά να διευκολύνουν τους συντελεστές των αγορών ή τα χρηματιστήρια... Πλην όμως, η σωστή επιβολή τους δεν είναι πάντα εύκολη. Όσον αφορά τη βέλτιστη εκτέλεση είδαμε ότι ενώ οι εταιρείες ενημερώνουν τους πελάτες τους για τις νέες διατάξεις, μερικές από αυτές ήταν γενικόλογες και απέτυχαν να δώσουν στους επενδυτές κάποια ουσιαστική πληροφόρηση. Εκτιμώντας τον αντίκτυπο της οδηγίας μπορούμε να συμπεράνουμε ότι έχει χωρίς αμφιβολία προωθήσει νέες χρηματιστηριακές δραστηριότητες. Μένει να

¹⁹⁰ πιθανότητα εκτέλεσης, όγκος, φύση κ.ά.

¹⁹¹ Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ΝΠΔΔ, δελτίο τύπου 10^{ης} Ιουλίου 2009, «Η CESR αξιολογεί την επίπτωση της MiFID στην λειτουργία των δευτερογενών αγορών των μετοχών».

¹⁹² Πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

αποδειχθεί αν θα προωθήσει πραγματικές καινοτομίες και αν θα αυξήσει την αποδοτικότητα των αγορών. Το μόνο σίγουρο είναι ότι η MiFID θα κατακερματίσει τις Ευρωπαϊκές αγορές, και αυτό θα έχει κάποιο κόστος».

Βασικό, λοιπόν, μέλημα των νομοθετών θα πρέπει να είναι η επίτευξη ισορροπίας ανάμεσα σε μια αποτελεσματική προστασία των επενδυτών και στην αποφυγή ρυθμίσεων που δημιουργούν υπερβολικό κόστος και μειώνουν την ανταγωνιστικότητα της αγοράς. Και αυτό γιατί η υιοθέτηση μέτρων αποτελεσματικής προστασίας των επενδυτών αυξάνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών (κυρίως των ιδιωτών επενδυτών - μικροεπενδυτών) και συνεπώς τη συμμετοχή τους στην κεφαλαιαγορά (αύξηση ρευστότητας, αφού αποδεσμεύονται νέα κεφάλαια) με αποτέλεσμα θετική επίδραση στην παραγωγικότητα και ανάπτυξη των οικονομιών. Τέλος, το άμεσο μέλλον θα δείξει κατά πόσο οι ευρωπαίοι νομοθέτες πέτυχαν τελικά την βέλτιστη ισορροπία μεταξύ κόστους και ωφέλειας, εισάγοντας αποτελεσματικούς κανόνες με βασικό στόχο πάντα την δημιουργία ενιαίας αποτελεσματικής πανευρωπαϊκής αγοράς.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ- ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- **Γκόρτσος Χ-Σταϊκούρας Π.-Λιβαδά Χ.**, Το ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Νοέμβριος 2008.
- **Γκόρτσος Χρ.**, «Η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού δικαίου : Πρέπει να προχωρεί το κοινοτικό δίκαιο με γενικές αρχές ή με λεπτομερείς;», 2007.
- **Καραγκουνίδης Απ.** Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007.
- **Ορφανίδης Δημήτριος**, (Πρωτοδίκης, Αναπληρωματικός Καθηγητής Εργατικού και Κοινοτικού Δικαίου της σχολής Αξιοματικών της ΕΛ.ΑΣ., άρθρο, «Η οδηγία 2004/39/ΕΚ – Σκοπός και έννομες συνέπειες».
- **Παναγόπουλος Θ.**, άρθρο, Η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων- Βασικές επιπτώσεις, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, 2008.
- **Προβόπουλος – Γκόρτσος**, Το νέο Ευρωπαϊκό Χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2004.
- **Σταϊκούρας Π.**, άρθρο, «Οι νέες προκλήσεις της οδηγίας 2004/39/ΕΚ για τους διαμεσολαβητές επενδυτικών υπηρεσιών , την διαφάνεια των κεφαλαιαγορών και την λειτουργία των ρυθμιζόμενων αγορών».
- **Ταρνανίδου Χρ.**, Η οργανωμένη Αγορά : Κοινοτικό Δίκαιο και Εθνική Εναρμόνιση, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008.

- **Ταρνανίδου Χρ.**, Η διαδρομή του Ευρωπαϊκού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς: Προϊσχύσαν, Νέο Δίκαιο και Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση, 2007.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ- ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- **Emilios Avgouleas**, Special Report, The regulation of Investment Services in Europe under MiFID, Implementation and Practice, Tottel, 2008.
- **Matthew Elderfield**, A practitioner's Guide to MiFID, First Edition, City and Financial Publishing, 2007.
- **Jean Pierre Casey and Karel Lanoo**, "The MiFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?" ECMI Policy Brief, No 1/May 2006.
- **Jean Pierre Casey and Karel Lanoo**, "The MiFID Revolution" ECMI Policy Brief, No 3/November 2006.
- **Karel Lanoo**, "The future of Europe's Financial Centres" ECMI Policy Brief, No 1/December 2007.
- **John JA Burke**, "Investor Protection under MiFID: Cure worse than the disease", Electronic copy available at : <http://ssrn.com/abstract=1329871>.
- **Guido Ferrarini**, "Best execution and competition between trading venues – MiFID's likely impact", Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1108999>.
- **Kiran Karande**, "MiFID Best Execution Benchmark", Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=982952>.

- **Sunil Savadi**, “Will MiFID deliver on its “best execution”promise ?”.
- **Kwangwook Lee**, “Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID, Electronic copy available at: <http://www.ssrn.com>.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ:

www.agii.gr

www.hcmc.gr

www.ase.gr

www.cesr.eu

www.parliament.gr

www.capital.gr

www.nbg.gr

www.pirauesbank.gr

www.express.gr

www.news.kathimerini.gr

www.naftemporiki.gr

www.bankersreview.gr

www.imerisia.gr

www.cmc.gov.gr

www.ssrn.com

NOMOI:

- § Ευρωπαϊκή Οδηγία MiFID, 2004/39/ΕΚ.
- § Εκτελεστικές Αποφάσεις 1-9/452/1.11.2007, Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- § Ευρωπαϊκή Οδηγία 93/22/ΕΟΚ.
- § Οδηγός για τους Επενδυτές, Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Μάιος 2008.
- § Οδηγία ΟΔ144-2007-02, Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επαγγελματική συμπεριφορά των ΕΠΕΥ και των απασχολούμενων σε αυτές φυσικών προσώπων.
- § Ελληνικός Νόμος αρ. 3606/2007.
- § Σχέδιο Νόμου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις.
- § Κανονισμός αρ. 1287/2006 της Επιτροπής, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης .
- § Ευρωπαϊκή Εκτελεστική Οδηγία 2006/73/ΕΚ.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 1^ο

Στο παράρτημα του 1^{ου} κεφαλαίου περιέχονται τα παρακάτω έγγραφα που χρησιμοποιούνται από την «Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.»:

1. Ερωτηματολόγιο για αλλαγή κατηγοριοποίησης από Ιδιώτη Πελάτη σε Επαγγελματία.
2. Επιστολή κατηγοριοποίησης Ιδιωτών Πελατών.
3. Επιστολή κατηγοριοποίησης Επαγγελματιών Πελατών.
4. Επιστολή κατηγοριοποίησης Επιλέξιμων Αντισυμβαλλόμενων Πελατών.
5. Αίτηση αλλαγής κατηγορίας .
6. Επιστολή αποδοχής / απόρριψης αλλαγής κατηγορίας .

Κεφάλαιο 2^ο

Στο παράρτημα του 2^{ου} κεφαλαίου παραθέτουμε τα παρακάτω έγγραφα που χορηγεί η «Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.»:

1. Προσυμβατικό πακέτο
2. Πληροφόρηση για την οδηγία 2004/39/ΕΚ.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 3^ο

Στο παράρτημα του 3^{ου} Κεφαλαίου παραθέτουμε το ερωτηματολόγιο του τεστ καταλληλότητας που χρησιμοποιείται από την «Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.»

1. Τεστ συμβατότητας επενδυτή.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΤΕΣΤ ΣΥΜΒΑΤΟΤΗΤΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗ**1. Ποιά είναι η επενδυτική σας εμπειρία;**

A. Καθόλου ή ελάχιστη εμπειρία (Προθεσμιακές καταθέσεις , ΕΓΕΔ, Ομόλογα, Α/Κ Διαθεσίμων)

B. Μέτρια εμπειρία (τα παραπάνω και ομολογιακά Α/Κ ή βραχυχρόνια προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου στην λήξη).

Γ. Σημαντική εμπειρία (τα παραπάνω και μετοχές ή μετοχικά λοιπά Α/Κ ή μακροχρόνια προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου στη λήξη)

Δ. Μεγάλη εμπειρία (τα παραπάνω και παράγωγα ή και Δομημένα προϊόντα)

2. Πόσο συχνά και με ποιο τρόπο ενημερώνεστε σχετικά με τις επενδύσεις;

A. Δεν ενημερώνομαι , δεν είναι μέσα στα ενδιαφέροντά μου.

B. Περιστασιακά , διαβάζω τις κυριότερες χρηματοοικονομικές και οικονομικές ειδήσεις.

Γ. Παρακολουθώ τακτικά τις ειδήσεις στον κλάδο και έχω ένα σχετικά καλό επίπεδο γνώσεων.

Δ. Ενημερώνομαι διαρκώς για τις εξελίξεις από βιβλία , το ίντερνετ, ή παρακολουθώ σεμινάρια για τις επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά μέσα.

3. Με ποια συχνότητα κατά μέσο όρο καταρτίζετε συναλλαγές σε διάφορα χρηματοοικονομικά μέσα τα τελευταία τρία χρόνια;

A. Σπάνια (1-2 φορές το χρόνο)

B. Ευκαιριακά (1 φορά κάθε 2-3 μήνες)

Γ. Συχνά (1 φορά κάθε δεκαπενθήμερο ή μήνα)

Δ. Πολύ συχνά (2 φορές τη βδομάδα τουλάχιστον).

4. Κατέχετε ή κατείχατε κατά το παρελθόν θέση εργασίας στον Οικονομικό ή Χρηματοοικονομικό κλάδο ή το ακαδημαϊκό σας προφίλ

σχετίζεται με αυτόν τον κλάδο ώστε να σας επιτρέψει την κατανόηση των σχετιζόμενων κινδύνων των επενδυτικών προϊόντων;

- A. Όχι, δεν μου επιτρέπει την κατανόηση των σχετιζόμενων κινδύνων
- B. Ναι, αλλά δεν μου επιτρέπει την κατανόηση των σχετιζόμενων κινδύνων
- Γ. Όχι, αλλά κατανοώ τους σχετιζόμενους κινδύνους
- Δ. Ναι και μου επιτρέπει τη κατανόηση των σχετιζόμενων κινδύνων.

Συνολική Βαθμολογία:

Σύμφωνα με το αποτέλεσμα του τεστ συμβατότητας το σύνθετο προϊόν δεν είναι/ είναι κατάλληλο για εσάς.

Όνοματεπώνυμο Πελάτη:

Ημερομηνία :

Υπογραφή:

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 4^ο

Στο παράρτημα του 4^{ου} κεφαλαίου παραθέτουμε την πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης που έχει υιοθετήσει η «Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.»

1. Πολιτική Βέλτιστης Εκτέλεσης .

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

Στο τέλος του παραρτήματος επισυνάπτουμε τα άρθρα της οδηγίας MiFID που αποτέλεσαν αντικείμενο μελέτης της διπλωματικής εργασίας:

1. Τμήμα 2 της οδηγίας 2004/39/EK, άρθρα 19- 24, “Provisions to ensure investor protection”.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ